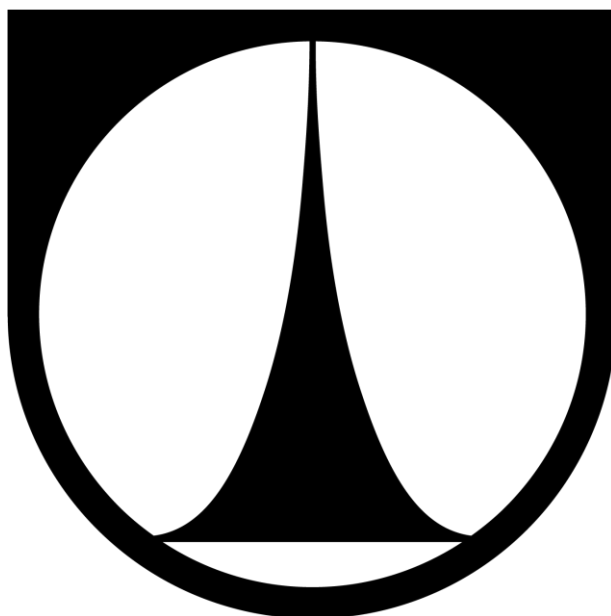


**TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI**  
**Ekonomická fakulta**



**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**2013**

**Bc. Pavel Hlaváč**

# **TECHNICKÁ UNIVERZITA v LIBERCI**

## **Ekonomická fakulta**

Studijní program: **N 6208 - Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Podniková ekonomika**

### **Ponaučení z dluhových krizí** **- historická analýza, identifikace nebezpečí pro** **řešení současné dluhové krize, možné dopady na** **makroekonomické prostředí firmy**

**Knowledge Gained From The Debt Crisis**  
**- historical analysis, identification of dangers for solution of the current**  
**crisis, possible impacts on macroeconomic environment of a company**

**DP - PE - KEK 2013-18**  
**Bc. Pavel Hlaváč**

Vedoucí práce: Ing. Mgr. Skála Marek, Ph.D., katedra ekonomie  
Konzultant: Ing. Nedomlelová Iva, Ph.D., katedra ekonomie

Počet stran: 84 Počet příloh: 0

Datum odevzdání: 4. května 2013

## **Prohlášení**

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci dne 4. května 2013

Bc. Pavel Hlaváč

## **Anotace**

Tato diplomová práce se zabývá historickou analýzou vybraných dluhových krizí. Zkoumány jsou zde zejména hlavní příčiny, proč ke krizím vlastně došlo a dále jaký průběh krize měly v jednotlivých státech. Práce je především zaměřena na to, jakým způsobem byly tyto krize řešeny a jaké z toho plyne ponaučení do budoucnosti. Cílem této práce je poukázat na některá základní fakta a souvislosti mezi historickými dluhovými krizemi, které mohou být přínosem při hledání řešení dluhové krize v současnosti. Text je rozdělen na tři hlavní oddíly. V první části textu jsou vymezeny některé základní ekonomické pojmy pro lepší pochopení této problematiky. Ve druhé části jsou analyzovány jednotlivé dluhové krize, které jsou chronologicky seřazeny. Zkoumány jsou zde celkem tři případy dluhových krizí, kdy se stát dostal do dluhových problémů. Rozsah a dopady jsou ilustrovány pomocí grafů a tabulek na hlavních makroekonomických ukazatelích. Každá jednotlivá krize nám následně poskytne ponaučení, pomocí nichž jsou v poslední části práce identifikována některá rizika pro řešení současné dluhové krize hlavně v Evropě.

## **Klíčová slova**

Argentina, dluhová krize, dluhová past, finanční krize, Japonsko, Latinskoamerická krize, Mexiko, státní dluh.

## **Annotation**

The diploma thesis deals with historical analysis of the selected debt crisis. There are examined especially main causes why did the crisis occur and further what kind of process they had in particular countries. The thesis is primarily focused on the main solutions of the crisis and what experience can be gained for the future. The aim of the diploma theses is to point out essential facts and connections between historical debt crisis, which may be assets in search of solution for the debt crisis in present. The text has been divided on three main sections. In the first section basic economical terms are defined to better understanding of this issue. In the second section there are analyzed single debt crisis which are adjusted chronologically. On the whole three cases are examined where the state cannot handle its debt problems. The range and impacts are shown with the help of tables and graphs on the main macroeconomic indicators. In the last section of the thesis every single crisis will then provided us with some knowledge that help us to identify significant risks for solving the current debt crisis primarily in Europe.

## **Key Words**

Argentina, debt crisis, debt trap, financial crisis, Japan, Latin- American crisis, Mexico, public debt.

## Obsah

<b>Seznam zkratek .....</b>	<b>10</b>
<b>Seznam tabulek .....</b>	<b>11</b>
<b>Seznam obrázků .....</b>	<b>12</b>
<b>Úvod.....</b>	<b>13</b>
<b>I. Charakteristika signifikantních ekonomických pojmů .....</b>	<b>15</b>
1. Finanční krize .....	15
1.1 Vymezení pojmu finanční krize .....	15
1.2 Základní dělení finančních krizí .....	17
2. Ukazatele státního zadlužení .....	23
2.1 Veřejný dluh .....	23
2.2 Schodek státního rozpočtu .....	25
<b>II. Ponaučení z dluhových krizí v historii .....</b>	<b>27</b>
3. Mexická krize .....	27
3.1 Ekonomický vývoj Mexika .....	28
3.2 Postupné řešení dluhového problému .....	31
3.3 Závěry Mexické dluhové krize .....	36
4. Japonsko .....	39
4.1 Krize v 90. letech .....	40
4.2 Dluhový problém .....	45
4.3 Závěry japonské krize .....	50
5. Argentina 2001 .....	52
5.1 Vznik dluhového problému .....	53
5.2 Dluhový problém .....	58
5.3 Závěry argentinské krize .....	62
<b>III. Problém současné dluhové krize.....</b>	<b>64</b>
6. Současná dluhová situace.....	64
6.1 Rizika při řešení současné krize .....	67
<b>Závěr .....</b>	<b>75</b>

<b>Seznam citací.....</b>	<b>78</b>
<b>Bibliografie.....</b>	<b>84</b>

## **Seznam zkratek**

BOJ	Bank of Japan
ECB	Evropská centrální banka
EFSF	European Financial Stability Facility
HDP	Hrubý domácí produkt
IMF	International Monetary Fund
MIT	Massachusetts Institute of Technology
MMF	Mezinárodní měnový fond
NAFTA	North American Free Trade Agreement
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
TUL	Technická univerzita v Liberci
USD	United States Dollar



## Seznam tabulek

Tabulka 1: Dluhové ukazatele ČR.....	24
Tabulka 2: Ekonomický a dluhový vývoj Mexika do bankrotu .....	28
Tabulka 3: Inflační vývoj Mexika v 1.pol. 80. let .....	29
Tabulka 4: Ekonomický a dluhový vývoj za prezidenta Miguela de la Madrid .....	33
Tabulka 5: Inflační vývoj Mexika od 2. pol. 80. let .....	33
Tabulka 6: Ekonomický a dluhový vývoj za prezidenta Salinase .....	35
Tabulka 7: Řecký dluhový vývoj 2003–2010 .....	39
Tabulka 8: Japonský dluhový vývoj 2003–2010 .....	39
Tabulka 9: Ekonomický vývoj Japonska v 80. letech.....	41
Tabulka 10: Ekonomický a dluhový vývoj Japonska v 90. letech .....	44
Tabulka 11: Kapitálové ztráty po splasknutí bubliny v letech 1990–1996 (bil JPY) .....	44
Tabulka 12: Ekonomický a dluhový vývoj Japonska v letech 2000–2006 .....	46
Tabulka 13: Dopady světové finanční krize .....	47
Tabulka 14: Inflační vývoj v 80. letech .....	52
Tabulka 15: Vývoj HDP Argentiny v letech 1991–1995 .....	53
Tabulka 16: Vývoj HDP Argentiny v letech 1996–2000 .....	53
Tabulka 17: Dluhový vývoj Argentiny v letech 1992–1996 .....	58
Tabulka 18: Dluhový vývoj Argentiny v letech 1997–2001 .....	58
Tabulka 19: Zahraniční obchod v letech 1993–2000 .....	58
Tabulka 20: Vývoj reálného HDP .....	60
Tabulka 21: Vládní dluh v poměru k HDP .....	61
Tabulka 22: Zadluženost ekonomik vyspělých zemí vůči jejich HDP [%] .....	65
Tabulka 23: Příspěvky do záchranného fondu .....	74

## Seznam obrázků

Obrázek 1: Dluhový problém jako příčina vzniku systemické finanční krize .....	16
Obrázek 2: Nadměrná úvěrová expanze, dluhový problém, systemická finanční krize .....	22
Obrázek 3: Podíl vládního dluhu na HDP .....	25
Obrázek 4: Plán fiskální konsolidace .....	49
Obrázek 5: Očekávaný vývoj státního zadlužení .....	49

## Úvod

Současná ekonomická situace většiny světových velmocí a víceméně celého vyspělého světa se za období posledních desetiletí výrazně zhoršila. Z velké části má na tom podíl vysoké zadlužení těchto rozvinutých ekonomik. Rozpočtové problémy a fiskální politiku dnes přehodnocuje většina hlavně západních zemí a ani situace na našem domácím trhu není nikterak odlišná. Volebním krédem naší současné vlády je rozpočtově odpovědná politika. V praxi se jedná především o konsolidaci veřejných financí a stabilizaci našeho státního zadlužení, abychom se nevydali tzv. řeckou cestou, tedy do dluhové pasti, ze které se zdá, že ani po uplynutí několika let pod dohledem mezinárodních institucí a vydání obrovského úsilí a finančních prostředků, není úniku.

Všeobecně panuje názor, že pokud se některá země dostane do tak velkých nesnází, že jí už hrozí státní bankrot a není schopná již dál splácet své dluhy, může si za to především vlastní vinou. Například tím, že si její obyvatelé žili dlouhá léta nad poměry, že si stát nehleděl závazků vůči svým věřitelům, či dokonce falšoval údaje o skutečné situaci nebo že byla nastavena až příliš štedrá sociální politika. Přičemž evropští představitelé stále tvrdí, že dokonce i po proběhnutí hospodářské recese dnešní moderní hospodářská politika dokáže minimalizovat (ne-li přímo zabránit) dopady a následky plynoucí z finančních krizí. Včetně těch, které jsou způsobeny střídáním hospodářských cyklů.

Cílem této diplomové práce je historická analýza dluhových krizí, které se v nedávné době stále častěji objevují v různých částech světa, poukázání na souvislosti a identifikace nebezpečí, které z nich vyplývají pro řešení současné dluhové krize.

Diplomová práce má rovněž za cíl odpovědět na následující otázky:

1. Vznikají dluhové krize výhradně špatným hospodařením a rozhodnutími vlády?
2. Měly dluhové krize v minulosti po vypuknutí vždy podobné příčiny a následný průběh?
3. Existují vůbec příklady účinného postupu obrany před dluhovými krizemi?

Kromě odpovědí na tyto otázky se diplomová práce zabývá následující tezí:

Moderní hospodářská politika, jak dokazuje stav světového hospodářství, i přes veškeré úsilí nedokáže efektivně zabránit ani předcházet vzniku dluhových krizí.

Struktura diplomové práce byla stanovena s ohledem na zmíněné otázky a potvrzením či vyvrácením položené teze takto:

První část je zaměřena na teoretická východiska finančních krizí a dluhového problému. První kapitola pojednává o dělení a vnímání finančních krizí a jak do nich zapadá model krize dluhové. Ve druhé kapitole jsou definováni ekonomický ukazatelé, v nichž bývá státní dluh vyjádřen.

Druhá část se ve třech kapitolách zabývá historickým rozbořem celkem tří dluhových krizí. Jsou zde hodnoceny příčiny vzniku dluhového problému, jeho následky pro státní ekonomiku a způsoby, jakými byl problém řešen. Analyzovány jsou krize v Mexiku na počátku 80. let, Japonský dluhový problém, který vznikl v návaznosti na krizi v 90. letech a dluhová krize v Argentině na počátku nového tisíciletí.

Ve třetí části jsou pak zmíněny některé zásadní aspekty současné dluhové krize. Následně jsou identifikována rizika související s jejím řešením a tykající se hlavně evropské dluhové situace. Poukázáno je především na jejich souvislosti s historickými dluhovými krizemi zmíněnými ve druhé části.

# **I. Charakteristika signifikantních ekonomických pojmů**

V první části diplomové práce je zachyceno ekonomické vnímání problému finančních krizí z teoretického hlediska.

## **1. Finanční krize**

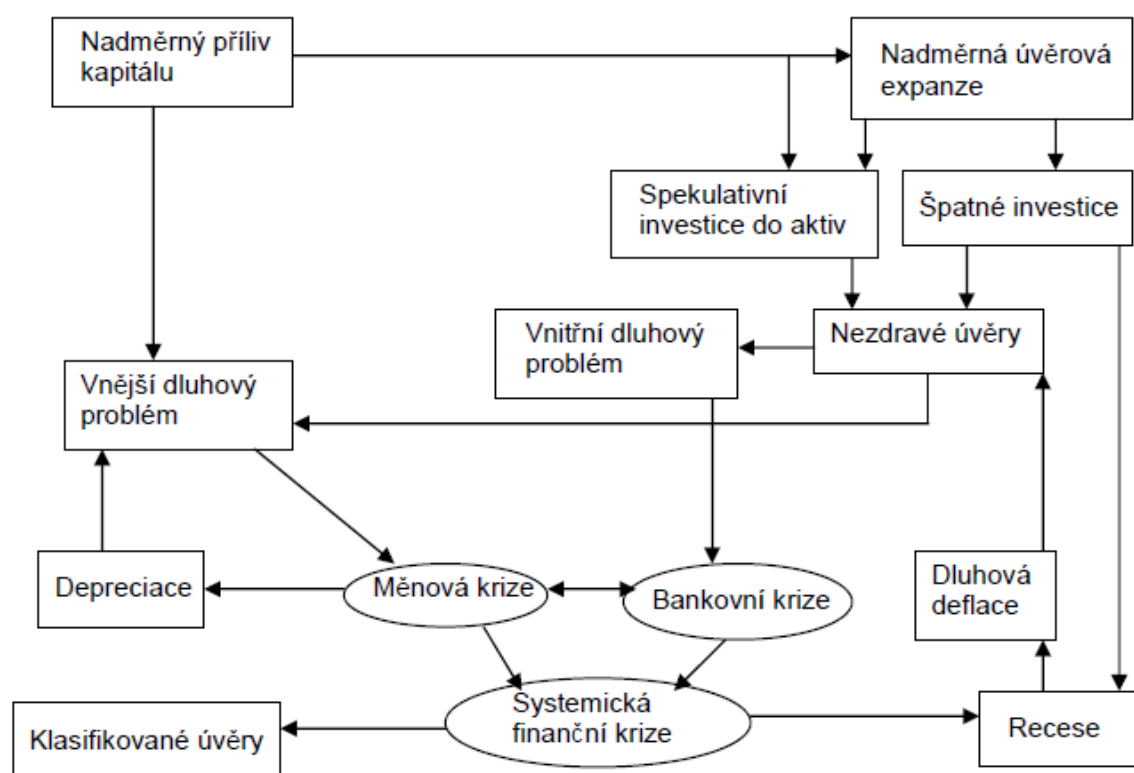
Finanční krize jsou dnes již fenomén, se kterým se budeme v budoucnu velmi pravděpodobně setkávat v pravidelných časových intervalech. Nejprve je tedy v této práci pozornost věnována ekonomické charakteristice pojmu finanční krize a rovněž tomu, jak je možné krize dělit na jednotlivé typy.

### **1.1 Vymezení pojmu finanční krize**

Při procházení dostupné literatury jen stěží lze nalézt jednotnou formulaci či shodné vysvětlení termínu finanční krize. Tedy i samotná definice pojmu finanční krize je velmi pestrá, v závislosti na jejím autorovi. V literatuře se nejčastěji lze setkat s definicí, jež za krizi považuje sestupnou fázi hospodářského cyklu nebo také kolísání ekonomické aktivity, která je nověji a přesněji označována jako recese. Například podle Mezinárodního měnového fondu (MMF) je finanční krizí označován potenciálně těžký rozpad finančních trhů, který při zhoršení efektivního fungování trhů může mít nepříznivé efekty na reálnou ekonomiku (Helísek, 2004, s. 11).

Finanční krize bývá rovněž někdy popisována jako stav ekonomiky, ve kterém sledujeme významnou poruchu na finančních trzích, která se projevuje podstatným snížením cen aktiv a krachem mnoha nejdříve finančních a poté i nefinančních institucí. (Mishkin, 2012, s. 189). V případě moderních finančních krizí je typický posun k širšímu chápání krize jako kombinaci měnových, bankovních a dluhových aspektů. Tento model můžeme pojmenovat jako systemickou finanční krizi (Dvořák, 2008, s. 169). Ta spočívá v eventuálním narušení finančních trhů, které může mít díky poškození jejich schopnosti fungovat efektivně, velmi nepříznivé dopady na reálnou ekonomiku.

Jako základ pro každou finanční krizi bývá rovněž některými ekonomy definován určitý kritický stav ekonomiky státu (výchozí bod), který má vliv v kombinaci s některými spouštěcími momenty na celkovou zranitelnost dané ekonomiky. Za rizikové kombinace faktorů, které zvyšují citlivost země na vznik potenciální krize, jsou označovány nadměrný příliv kapitálu a zejména pak nedostatečně regulovaný bankovní systém, způsobující nadměrnou úvěrovou expanzi a vznik dluhového problému. Spouštěcími momenty jsou paradoxně situace, které sami o sobě ve zdravé ekonomice za normálních okolností nemusí vést k žádnému nebezpečí, ale při jejich výskytu ve zranitelné ekonomice, mohou vyvolat finanční krizi. Většinou jde o události s výrazným psychologickým efektem vedoucím k panickému jednání investorů, nebo spekulativním útokům. Nakonec, spolupůsobením určitého kritického stavu a spouštěcího momentu, vzniká a rozvíjí se vlastní finanční krize, spočívající v řetězci měnových, bankovních a dluhových projevů.



**Obrázek 1: Dluhový problém jako příčina vzniku systemické finanční krize**

Zdroj: DVOŘÁK, P., Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize, s. 213

Další problémem či jevem, který doprovází vznik finanční krize v moderním světě je mechanismus přenosu krize do dalších zemí, který je popisován jako tzv. teorie nákazy (Dvořák, 2008, s. 214). V jejím středu stojí myšlenka, že vzhledem k rostoucímu propojení globálních finančních trhů, se poruchy z jedné země rozšiřují do dalších zemí nebo regionů, které mají k zasažené oblasti úzké finanční nebo obchodní vazby. Jako příklad kanálu, kterými se krize šíří, mohou být propojené trhy aktiv, bankovní či měnové trhy nebo zahraniční úvěrové operace spočívající ve vysokém podílu nezajištěných úvěrů ve zdrojích firem a bank.

## **1.2 Základní dělení finančních krizí**

Při definování pojmu finanční krize je podstatné vzít v úvahu fakt, že vzniklé problémy se nenacházejí v reálné ekonomice, ale ve finančním systému. Finanční krizi tedy jako celek lze následně rozložit na jednotlivé dílčí krize, neboli specifické poruchy finančního systému. Mezi takové podle Dvořáka (2008, s. 169) patří:

- měnová krize (currency or exchange rate crisis)
- bankovní krize (banking crisis)
- dluhová krize (credit or debt crisis)
- systemická finanční krize (systemic financial crisis)

V praxi se málokterý z těchto výše zmíněných typů vyskytuje v čisté podobě. Pro důkladné porozumění je ovšem účelné si v dalším textu jednotlivé krize popsat samostatně. Nezřídka se stává, že jednotlivé typy na sebe v průběhu finanční krize navazují a ovlivňují se navzájem. Při vypuknutí a průběhu finanční krize tyto dílčí jevy na sebe působí a navzájem se překrývají, proto bývá většinou obtížné jednoznačně krizi identifikovat. (Musílek, 2004)

## **Měnová krize**

Měnovou krizí neboli krizí devizovou rozumíme situaci, kdy dochází k prudkému a neočekávanému oslabení kurzu domácí měny. Příčin vzniku bychom mohli jmenovat celou řadu, ale častým případem je situace, kdy investoři na základě svých průzkumů podlehnou dojmu, že měna bude v brzké budoucnosti depreciovat (sníží svou hodnotu) a začnou své peníze (kapitál) hromadně převádět do jiných měn. Pokud nastane situace, kdy se tak zachová většina investorů, nabídka této domácí měny prudce vzroste, ale bude po ní již v zahraničí nulová poptávka. Tímto způsobem dojde k hluboké depreciaci (Holman, 2011, s. 568).

K největším rizikům vzniku měnové krize se uvádí systém fixního měnového kurzu. V tomto systému obvykle spekulativní útok na směnný kurz vyvolá devalvaci domácí měny nebo takto donutí centrální banku, aby začala kurz bránit prostřednictvím jiných nástrojů. Měnová krize tak nemusí jednoznačně vyústit pouze v devalvaci či depreciaci, ale vyvolá i ekonomické jevy provázející úspěšnou obranu státu jako je například ztráta značné části devizových rezerv nebo výrazné zvýšení úrokových sazeb. K samotné měnové krizi bez současného vypuknutí krize dluhové a bankovní, dochází ovšem velice zřídka. Za příklad čistě měnové krize lze posuzovat velkou asijskou krizi z roku 1997 nebo situaci v 90. letech v Mexiku a v Brazílii (Dvořák, 2008, s. 169).

Měnová krize často ohrožuje právě země, které spadly do dluhové pasti. Existují v současnosti čtyři možná opatření či prostředky obrany proti útoku na domácí měnu u dlužnické země (Kunešová a Cihelková, 2006, s. 45):

- Monetární politika – zvýšení úrokové míry, které přinese obnovení důvěry na trh a zbrzdí odliv kapitálu.
- Kurzová rizika – soustavné udržování dostatečné zásoby devizových rezerv.
- Mezinárodní věřitel poslední instance – jako např. MMF pro získání potřebné likvidity. Podobný účel jako v předcházejícím bodě.
- Stabilizace dluhu – zavádění devizových restrikcí a nastavení nového režimu splácení dluhu.



## **Bankovní krize**

Tento typ krize se zjednodušeně řečeno projevuje, jako nedostatečná schopnost bankovního ústavu dostát svým závazkům. Jedná se tak o problémy bankovních institucí spojené s nedostatečnou likviditou, které vedou k jejich úpadku. V praxi se ovšem zpravidla stává, že se tento problém týká většiny bank v dané oblasti a vlivem globalizace a propojenosti světového bankovníctví se krize přelévá i do sousedních zemí. Za bankovní krizi lze považovat i situaci, kdy je postiženým bankám poskytnuta pomoc od státu či centrální banky, přičemž nemusí ani bezprostředně dojít k jejich úpadku (Dvořák, 2008, s. 170).

Bankovníctví je ve své podstatě velmi křehké odvětví, protože v praxi stojí a padá s důvěrou vkladatelů. Dokud důvěra investorů trvá, banky jsou stabilní, když důvěra mizí, banky se začínají hroutit. Krize v bankovníctví pak nastává v případě, že vkladatelé hromadně podlehnou panice, že by v důsledku například hospodářského vývoje mohli přijít o své uložené peníze. Začne tzv. „run“ na banky, což se projevuje jako hromadné vybírání vkladů. Protože však banky neustále uchovávají pouze jen částečné rezervy, nejsou schopny v tak velkém objemu vklady vyplácet. Takový hromadný „nájezd“ vkladatelů pak může způsobit krachy i zdravých bank (Holman, 2011, s. 568).

Bankovní krize také nevznikají zpravidla jen jako jevy osamocené, ale mohou mít návaznost na výše zmíněnou krizi měnovou, a to zejména v případě, kdy jsou jednotlivé domácí banky v pozici dlužníků vůči bankám v zahraničí. Rovněž může nastat situace spolupůsobení také s krizí dluhovou, když samotní dlužníci nejsou schopni splácet poskytnuté půjčky a úvěry (Dvořák, 2008, s. 170).

## Dluhová krize

Tato diplomová práce je přímo zaměřena na tento typ finanční krize, čili v její první části jsou uvedeny pouze základní charakteristiky daného problému. V dalších kapitolách budou řešeny konkrétní případy dluhových krizí, se kterými se svět setkával v posledních desetiletích. S ohledem na vývoj současné světové ekonomiky se s tímto typem finanční krize budeme s největší pravděpodobností setkávat i v budoucnu a je tedy třeba dluhové krize umět efektivně nejen řešit, ale především předcházet jejich příčinám.

*„Za dluhovou krizi se považuje situace, kdy země má vůči svým věřitelům významné nedoplatky a zároveň má s nimi sjednán speciální dluhový režim.“* (Jambrorova, 2008, s. 4). Jako na každý ekonomický problém, tak i na dluhovou krizi různí ekonomové vyznávají různé názory a definice. Krize dluhová nebo také někdy nazývána úvěrová se dá dále ještě dělit na další dva typy (Dvořák, 2008, s. 170). Typ, který je nejrozšířenější, bývá označován jako tzv. externí dluhová krize. Tento typ dluhové krize vzniká v případě, že stát již není nadále schopen dostát svým závazkům vůči zahraničním věřitelům (jiné státy, bankovní ústavy apod.) tedy neschopnosti dané země splácet zahraniční dluh. Příklady vzniku takové krize jsou Mexiko v roce 1982, Rusko v roce 1998 nebo Argentina v roce 2001. Tento problém je dnes často řešen nemalými půjčkami od MMF nebo od Světové banky. Do této kategorie patří i případy, kdy například i jednotlivé banky či soukromé firmy nejsou schopny splácet své dluhy, které mají vůči jiným subjektům v zahraničí.

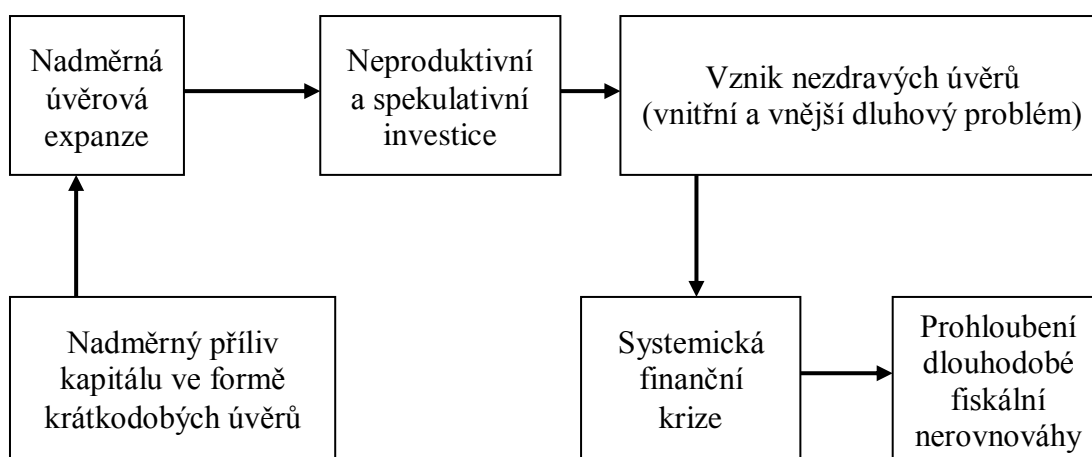
Druhým typem je tzv. interní dluhová krize, kde dochází k vnitřnímu zadlužení ekonomik, které se projevuje jako zvýšená platební neschopnost soukromých i státních podniků a nárůstem objemu jejich úvěrů, které mají tyto firmy problém splácet. Tato neblahá situace následně může vyústit až k zamrznutí vnitřního úvěrového trhu (credit crunch) s negativními důsledky pro reálnou ekonomiku. Interní dluhová krize byla doposud velmi opomíjena, přitom představuje obrovské riziko. Za vnitřní dluhovou krizi lze považovat vývoj ekonomiky Japonska na počátku 90. let.

## **Systemická finanční krize**

Protože v reálné ekonomice se jen zřídka kdy objeví situace vzniku jedné z výše popsaných krizí samostatně, rozeznáváme tzv. koncept systemické finanční krize (Dvořák, 2008, s. 209). V tomto případě na sebe jednotlivé typy krizí (bankovní, měnová, úvěrová) navazují či se prolínají. Jedná se tedy o mnohem komplexnější problém a jeho řešení jsou často velice obtížná a vyžadují ze strany státu dlouhodobá opatření. V literatuře se můžeme také setkat s označením „systematic financial crisis“ jak jej popisuje Mishkin (2012) nebo „general financial crisis“, které používá Krugman (1979). V češtině jej ale označujeme tak, jak píše Dvořák (2008), tedy jako systemická finanční krize.

Za této situace již tedy není řešen pouze jeden problém izolovaně, ale je nezbytné zde řešit systém problémů, které spolu navzájem souvisí a determinují tak další vývoj krize. Podstatnou roli zde sehrává dluhový problém, který bývá velmi často spouštěč (trigger) pro následné bankovní a měnové aspekty krize (Dvořák, 2008, s. 212).

V moderní době stále více stoupá význam dlouhodobých investic, které bývají většinou kryty úvěry od zahraničních finančních institucí (banky, MMF apod.). V souvislosti s tím se dá hovořit o jevu, který Dvořák (2008) charakterizuje jako nadměrná úvěrová expanze, který hraje zpravidla velmi podstatnou roli při vzniku finanční krize. I v případě současné krize, která původně vznikla jako problém spojený s hypotečním trhem v USA, hrál bezpochyby důležitou roli právě problém dluhový, který byl dlouhodobě šikovně maskován sekuritizovanou a komplikovanou formou úvěrových vztahů. Jak takový nárůst úvěrů ve státě v kombinaci s neefektivním vynaložením získaných prostředků působí, popisuje obrázek 2.



**Obrázek 2: Nadměrná úvěrová expanze, dluhový problém, systemická finanční krize**

Zdroj: DVOŘÁK, P., Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize, s. 219

Nadměrnou úvěrovou expanzi (credit boom) můžeme tedy označit, jako typický předkrizový stav. A právě systemická likvidace špatných investic, jež vznikly nadměrnou úvěrovou expanzí a neefektivitou, je častou příčinou vzniku hospodářské recese. Jelikož tyto investice byly financovány formou úvěru, jejich likvidace (státní i tržní formou) vede nejen k recesi, ale i k rozsáhlému nesplácení těchto závazků, což vede k následnému zhoršení situace v bankovním sektoru a už se jedná nejen o krizi dluhovou, ale současně i bankovní. Následné omezení úvěrové aktivity bank dále zhoršuje recesní situaci a problémy v bankovním sektoru ohrožují kredibilitu celého finančního sektoru země, což vede k odlivu zahraničního kapitálu (či omezení jeho přílivu) a vznikají kurzovní tlaky a měnová krize. Dluhový problém byl zde tedy prvotní příčinou a na něj následně navazovaly další problémy, jak byl postupně celý systém infikován. Právě kombinace těchto procesů v jednotlivých sektorech je označována jako systemická finanční krize.

## **2. Ukazatelé státního zadlužení**

Tato diplomová práce je zaměřena na fenomén dluhové krize a na procesy, jakými se země z těchto krizí dostávají. Z makroekonomických fundamentů se toto hlavně týká okolností spojených s veřejným dluhem daného státu a s ním souvisejícími schodky státního rozpočtu, které zpravidla hrají primární roli při jeho vzniku.

### **2.1 Veřejný dluh**

Každý ekonomický subjekt může být zadlužen. Hovoříme-li tedy o případě, ve kterém dochází k zadlužení státu, máme tím na mysli státní, vládní nebo správněji veřejný dluh. Státní zadlužení úzce souvisí s deficitem státního rozpočtu, který zpravidla bývá hlavní příčinou vzniku veřejného dluhu. Jinými slovy veřejný dluh je důsledkem rozpočtového deficitu. V tomto pojetí se veřejný dluh definuje jako suma minulých rozpočtových deficitů.

Všeobecněji pod pojmem veřejný dluh, který je jedním z hlavních indexů státní zadluženosti, chápeme souhrn všech závazků státu vůči všem ekonomickým subjektům vně či uvnitř ekonomiky, bez přihlídnutí k tomu zda tyto závazky vznikly rozpočtovou nebo jinou cestou (Žák, 2002). Jsou zahrnuty všechny úvěry spotřební i investiční, nejsou zahrnuty dluhy mezi bankami, protože tyto peníze bezprostředně nejdou do reálné ekonomiky. Ze stejných důvodů nejsou zahrnuty například dluhy na investice do cenných papírů (Kohout, 2009). Dále je ještě třeba při hodnocení odlišovat hrubý a čistý veřejný dluh. Čistý dluh je hrubým dluhem po odečtení pohledávek státu za ostatními ekonomickými subjekty. Jinými slovy pojmem čistý veřejný dluh je označován celkový objem závazků státu snížený o objem jeho pohledávek. Veřejný dluh obsahuje kromě státního dluhu ještě dluhy okresních úřadů a obcí, dluh Fondu národního majetku a dluh zdravotního pojištění (Holman, 2011, s. 596). Státním dluhem rozumíme dluh pouze centrální vlády. Zahraniční dluh je pak tvořen převážně zadlužením domácích osob vůči zahraničním osobám.

Hlavní podíl na výši vládního dluhu v případě České republiky nesou dluhy státních institucí, jako jsou např. ministerstva. Toto platí, i když formálně nemají podobu dluhopisů s prospektem emitenta, kuponovou sazbou a dobou splatnosti. Konkrétním příkladem jsou české závazky plynoucí z podepsaných smluv. Ministerstva (např. dopravy či obrany) za minulých vlád ve velkém podepisovaly celou sérii kontraktů, které v té době, i když byla ekonomická konjunktura, nebylo možné okamžitě zaplatit, a tak se nám i v době hospodářského růstu navyšoval dluh. Celková hodnota jde do desítek miliard korun. Vypovědět tyto kontrakty by však pravděpodobně znamenalo sérii prohraných soudních sporů a vznik dalších závazků v podobě smluvních sankcí.

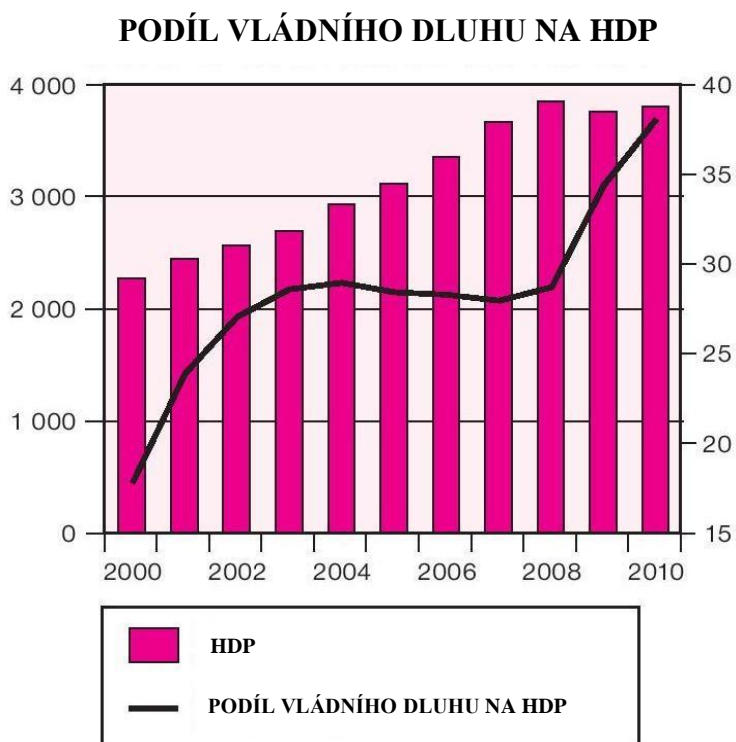
Dalším příkladem navyšování státního dluhu u nás jsou bezpochyby penze. Navrhované výdaje ministerstva práce a sociálních věcí pro rok 2012 počítají s výdaji v hodnotě kolem 494 miliard korun – lví podíl na této sumě mají výdaje stanovené zákony, na nichž se bohužel nadá nijak ušetřit bez toho, aniž by došlo ke změně onoho zákona. Vláda ovšem nezískala pro prosazení zákonných změn potřebnou podporu (Kohout, 2011).

**Tabulka 1: Dluhové ukazatele ČR**

Ekon. ukazatel	Jednotky	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vládní deficit	% HDP	-2,8	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8
Vládní dluh	% HDP	21,1	23,2	24,9	25,2	27,1	32,5	36,6
Vládní dluh celkem	mil. USD	26 509	28 110	38 439	49 365	51 680	64 144	71 679

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Absolutní výše dluhu spolu s dalšími ukazateli zobrazenými v tabulce 1 ovšem sama o sobě příliš nevypovídá a není z hlediska ekonomiky státu zas tolik závažná. Proto je při jeho hodnocení třeba zvážit i ostatní související faktory jakými jsou zejména příčiny a dynamika růstu dluhů, transakční a úrokové náklady a rovněž také rozlišovat, kdo je věřitelem dluhu. Jako nejdůležitější se pak jeví ukazatel poměru celkového dluhu vůči HDP. Průběh jeho výše pro Českou republiku je graficky vyjádřen na obrázku 3.



**Obrázek 3: Podíl vládního dluhu na HDP**

Zdroj: CSU, 2012, s. 163

## 2.2 Schodek státního rozpočtu

V posledních letech vlády vyspělých zemí měly neustálou tendenci vytvářet schodky státních rozpočtů. Politici těchto zemí se ocitají mezi dvěma problémy – jednak jsou pod tlakem zvyšování vládních výdajů (např. rodinné přídavky, příspěvky na stavební spoření apod.), ale na druhé straně se zároveň obávají zvyšovat daně obyvatelstvu, protože to snižuje jejich oblibu mezi voliči. Proto se rozpočtový schodek jeví jako nejlepší a zároveň nejsnazší řešení. Nejspíš právě proto jsme svědky chronických schodků státních rozpočtů téměř všude ve světě (Holman, 2011, s. 616).

Mezi prozíravé a odvážné politiky patří takový, kteří se snaží prosazovat politiku vyrovnaného státního rozpočtu. Odvážné proto, jelikož politika zaměřená výhradně na snižování rozpočtových schodků, kterou dnes prosazuje i Nečasova vláda, je totiž politicky značně riskantní. V současné dlužnické situaci většiny zemí vyžaduje buď snižování všech

státních výdajů, a nebo zvyšování objemu příjmů získaných na daních. Obě varianty jsou v očích občanů velmi nepopulární. Je ovšem nezbytné si zde uvědomit, že takové kroky jsou v dnešní době zcela nevyhnutelné. Mnohem snadnější a populistické by bylo nadále jen vytvářet schodky a dluhy ať splatí někdo další.

Možnosti financování schodku státního rozpočtu jsou bohužel značně omezené. „*Stát může kryt své výdaje jen dvěma způsoby: daněmi nebo půjčkami. Jiná možnost není. Pokud nepokryje své výdaje daněmi, vznikne rozpočtový schodek, který musí být financován půjčkami*“ (Holman, 2011, s. 623). Mechanismus, jakým si stát může peníze vypůjčit, se zakládá na tom, že vláda vydává vládní dluhopisy, které prodává zájemcům (organizacím), kteří naší vládě věří a peníze jí půjčí výměnou za dluhopis. Kupci těchto vládních dluhopisů se následně stávají věřiteli státu. Takovýmto kupcem vládních dluhopisů může být buď centrální banka, nebo jiné soukromé osoby. A právě zde je velmi podstatný rozdíl v tom, od koho si vláda půjčuje. Pokud se totiž rozhodne nakoupit dluhopisy centrální banka, dochází tak k růstu peněžní zásoby v zemi. Jestliže centrální banka nakupuje vládní dluhopisy, v podstatě to znamená, že stát si tiskne peníze a v podobě státních výdajů je pak zase pouští do ekonomiky.

Ovšem toto s sebou nese závažné riziko. Pokud takto dochází ke zvyšování peněžních prostředků, v ekonomice je možné počítat s následnými inflačními tendencemi. Naproti tomu když vládní dluhopisy nakupují soukromé osoby, k růstu peněžní zásoby nedochází. Dojde k tomu, že soukromé osoby budou utrácet méně, než si vydělají, protože část svých příjmů půjčí vládě. Sníží se tak jejich koupěschopnost a vláda tímto postupem zapříčiní snížení jejich poptávky po zboží a službách. Lidé nemají takový objem finančních prostředků a dochází ke snižování jejich spotřeby, což má vliv na následný pokles HDP.

V praxi je častějším případem ten, ve kterém si vláda půjčuje peníze od centrální banky. Důvod je velmi jednoduchý. Půjčování vládě je totiž vnímáno, jako bezrizikové. Vláda na rozdíl od soukromých firem či normálních občanů, kterým banky běžně půjčují, disponuje něčím, co oni nemají – vláda může zdaňovat. Banky tak dají vždy přednost státním dluhopisům před půjčkami soukromým firmám.



## **II. Ponaučení z dluhových krizí v historii**

Ve druhé části diplomové práce budou postupně analyzovány případy tří historických dluhových krizí, ze kterých je možné vzít si nějaké ponaučení či doporučení pro řešení současné dluhové situace ve světě. Krize jsou seřazeny chronologicky a byly vybrány tak, že každá jedna je od ostatních dvou v něčem unikátní.

### **3. Mexická krize**

První případ, který bude v této práci analyzován a kdy stát nebyl dlouhodobě schopen splácet své závazky a propadal se stále hlouběji do dluhové pasti, je středoamerická oblast známá jako Latinská Amerika. Konkrétně bude pozornost věnována Mexiku, které bylo krizí zasaženo jako první a kde se nejvíce projevíly ekonomické následky dluhového břemena. Krugman (1979, s. 311) rovněž uvádí zdejší situaci jako první velký případ, kdy moderní makroekonomové selhali ve svých predikcích a byli zaskočení následným sletem událostí, který zásadním způsobem ohrozil danou oblast. Na základě toho pojmenoval tamní ekonomický vývoj v 80. letech jako model finanční krize první generace.

Oblast Latinské Ameriky je již dlouhodobě pro mnohé ekonomy synonymem pro sousloví finanční krize. Místní země byly po celé generace vystavovány nepříznivým problémům finančního světa, jako jsou časté pády bank, hyperinflace či důsledky měnových krizí. Lví podíl na tom má státní uspořádání těchto zemí, jelikož v jejich čele stály či ještě stojí radikální vojenské junty, jejichž populistické programy byly a jsou financovány převážně z půjček od zahraničních věřitelů. Národní hospodářství nemůže ovšem ani z daleka pokrýt jejich poptávku. Tento způsob hospodaření bývá označován jako tzv. makroekonomický populismus (Krugman, 2008, s. 32) a každého i průměrného studenta ekonomické fakulty jistě napadne, že tato cesta vede jedinečně do dluhové spirály, kdy se splácí jeden úvěr jiným a to ve státním měřítku. To nakonec vede k neschopnosti státu dostát těmto závazkům.

### 3.1 Ekonomický vývoj Mexika

Po skončení druhé světové války a v průběhu následujících desetiletí se Mexiko vydalo cestou industrializace ekonomiky (Lustig, 1998, s. 14), která nebyla ovšem tak jako jinde v duchu liberalizace a odstraňování bariér mezinárodního obchodu. Byla preferována tzv. politika izolace a tedy ekonomika byla chráněná obchodními bariérami a její růst či pokles byl převážně spojen s rozsáhlou těžbou ropy a její následným exportem. Dále zde byl problém zvyšujícího se množství licencím podléhajících importů, což ještě více bránilo již tak slabému zahraničnímu obchodu. Například zatímco v roce 1956 pouze 28% všech výrobků podléhalo dovozním licencím, tak na konci 60. let to bylo již téměř 60% a v průběhu 70. let se jednalo již o 70% výrobků v zemi (Lustig, 1998, s. 14).

**Tabulka 2: Ekonomický a dluhový vývoj Mexika do bankrotu**

Ekon. ukazatel	Jednotky	1980	1981	1982
Reálný GDP	mil. USD	700 330	761 917	756 530
Růst reálného GDP	%	8,3	8,5	-0.5
Vládní dluh celkem	mil. USD	36 304	63 550	68 117
Vládní dluh/ HDP	%	16.0	17,7	35.7

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Situaci nezachránily ani tzv. ropné šoky v právě zmíněných sedmdesátých letech, které sice zapříčinily růst cen ropy na světových trzích, ale fiskální deficity, které produkovaly mexické vlády v té době, byly příliš vysoké na to, aby mohly být plně kryty výnosy z ropných surovin. Deficit veřejných financí vzrostl v průběhu 70. let z 2,5% v roce 1971 na 10% ke konci roku 1975. Za stejné období se deficit běžného účtu platební bilance zvýšil z 0,9 mil. na 4,4 mil. amerických dolarů a veřejný zahraniční dluh vzrostl z 6,7 mil. na 15,7 mil. USD (Lustig, 1998, s. 19). Navíc zde došlo i k silnému růstu inflace z 3,4% v roce 1969 na 17% v období na konci roku 1975.

Zejména tyto faktory spolu s vnitřními strukturálními problémy zapříčiněnými až příliš levicovou politikou prezidenta Luise Echeverría (probíhající státní zásahy, postupné zestátnění nebo monopolizace strategických odvětví průmyslu) vedly v průběhu roku 1976 k rostoucím obavám z devalvace zejména v soukromém sektoru, které se pak projevíly prudkým odlivem zahraničního kapitálu, což ještě více podtrhlo nohy slabé

hospodářské situaci v už tak dost izolované zemi. Krátce poté mexické peso přešlo z pevného na plovoucí směnný kurz a obavy z devalvace se staly realitou. Vzniklé fiskální problémy mexická vláda řešila žádostí o finanční pomoc u MMF, kterou nakonec získala na sklonku roku 1976. Následný inflační vývoj zachycuje tabulka 3.

**Tabulka 3: Inflační vývoj Mexika v 1.pol. 80. let**

Ekon. ukazatel	Jednotky	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Inflace	%	26,4	27,9	58,9	101,9	65,4	57,7

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

I přes všechny tyto problémy mexická ekonomika v období vlády prezidenta Jóse Lópeze Portilla (1976–1982) nadále rostla přes 5 procent ročně a to především díky stabilnímu růstu cen ropy na světových trzích. Mexiko bylo ještě na konci sedmdesátých let vnímáno zahraničními investory jako zcela stabilní ekonomika. Právě díky velkým objevům nových ropných nalezišť s její rostoucí cenou a díky masivním půjčkám od zahraničních bank se i většina fundovaných ekonomů v té době domnívala, že Mexiko (a s ním i celá Latinská Amerika) nepředstavuje žádné finanční riziko. Toto tvrzení lze deklarovat faktem, že ještě v červenci roku 1982 vynášely mexické dluhopisy dokonce méně, než cenné papíry těch všeobecně nejbezpečnějších států či organizací, jako je například Světová banka (Krugman, 2008, s. 35). Zmíněný růst cen ropy, potažmo příjmů do státního rozpočtu spojený s nadbytkem dolarů na světovém trhu poskytl Mexiku finanční prostředky a zároveň tím docházelo k zvýšení jeho úvěruschopnosti a tedy možnosti půjčovat si opět peníze pro podporu stagnujícího státního průmyslu a financování vzrůstajícího zahraničního dluhu. Ten v kritickém roce 1982 dosahoval závratných 92,4 miliónů dolarů. Mexičtí představitelé, nedbaje varovným signálům, zcela naivně očekávali pokračování růstu cen ropy a předpokládali, že tento stav vydrží dostatečně dlouho, aby financovali jak rozvoj státního hospodářství, tak současně stačili splácet své zahraniční závazky.

Celosvětová ekonomická recese na počátku 80. let však zapříčinila snižování odbytu mexických výrobků na zahraničních trzích, včetně odbytu ropy. Mexiko v té době obchodovalo převážně se Spojenými státy, kde se recese projevila poklesem poptávky po zahraničním zboží (poklesem importu) a tudíž se snížily příjmy do mexické státní pokladny plynoucí z exportu ropy. Globální vývoj cen ropných produktů ke konci

sedmdesátých let tlačil ceny dolů a na mexickém odbytě se negativně projevil i fakt, že kvalita jejich ropy nedosahovala kvalit jiných, převážně afrických dodavatelů.

Výše popsané příčiny měly za následek, že příjmy mexické ekonomiky nenabýly předpokládané výše a světové banky přestávaly z obavy o své investice Mexiku půjčovat. Následně netrvalo dlouho a Mexiku začaly docházet finance na splácení svého enormního dluhu a dostávalo se do stavu platební neschopnosti. Zahraniční dluh, který bylo nutné v té době splácet, byl téměř z poloviny splatný v průběhu roku 1982 (Mayer, 1998, s 33). V polovině roku 1982 již byla situace kritická a komerční banky tak již přestaly půjčovat Mexiku peníze, a proto v létě téhož roku oficiálně vyhlásilo neschopnost splácet své dluhy. V průběhu pouze několika následujících měsíců se krize z Mexika rozšířila do celé Latinské Ameriky a díky propojenému bankovnímu systému dále za hranice kontinentu. Banky po celém světě (mexičtí věřitelé) se začaly domáhat splacení svých pohledávek, a když nedostaly peníze od Mexičanů, tak se obrátily na své dlužníky v domácí zemi, kteří se tak dostávaly pod tlak a též do finančních problémů.

Americká vláda a mezinárodní agentury si v té době byly dobře vědomy hrozícího nebezpečí. Proto se rozhodly za pomoci tzv. úvěrových balíčků a restrukturalizace úvěrů do této oblasti investovat velké množství amerických dolarů, aby zabránily bankrotu, který hrozil hned v několika zemích. Cenou za to byla hluboká hospodářská recese, ze které se celý kontinent zotavoval ještě dlouho dobu. Bylo tedy třeba najít lepší řešení, jako je především zajistit vnitřní stabilitu zemí, jinými slovy bylo nutné spustit hospodářské reformy, kterým se státy Latinské Ameriky svými protekcionistickými způsoby vlády tak dlouho úspěšně bránily. Velký podíl na tom měly politické systémy těchto států.

V Mexiku byla historicky již po mnoho desetiletí u moci Revoluční institucionální strana PRI, jenž se snažila držet zemi stranou od globalizačních jevů, které po druhé světové válce začaly ovlivňovat vývoj světa. Tento slepý způsob vlády byl samozřejmě neefektivní a kromě vybraných exportně orientovaných továren tzv. *maquiladoras*, které měly ovšem povoleno obchodovat jen v úzkém pásu se Spojenými státy podél mexické severní hranice, nedokázalo Mexiko využít příslibů, které by jim právě díky globalizaci světové ekonomiky a nalezištím tak podstatné suroviny, jako je ropa, otevřely dveře obchodu do celého světa.

Na konci sedmdesátých let se ovšem i v takto zakořeněné a politiky upjaté straně jako je PRI začaly objevovat plamínky naděje pro lepší budoucnost, které představovali mladí a právě nově se prosazující, ekonomicky dobře vzdělaní lidé tzv. nové gardy. Byli to zpravidla absolventi prestižních amerických univerzit, jako například Harvardu či Massachusetts Institute of Technology (MIT), kteří hovořili plyně anglicky, měli všeobecný ekonomický rozhled a dobře se orientovaly na mezinárodní scéně. Co bylo ovšem pro ně (potažmo později pro celou zemi) nejdůležitější byl fakt, že byli vnímáni stále jako natolik Mexičané, aby byli schopni se ve straně prosadit na nejvyšší místa a zároveň byli natolik Američané, aby viděli, že je třeba nastalou situaci řešit zcela jinak, než jak si představovaly tradičně orientovaní představitelé vládnoucí strany. Na rozdíl od svých předchůdců dokázali přijít s plánem jak z krize ven a poukázali na souvislosti z nedávné doby, například jak dokázali v Chile přejít na tržní hospodářství, jak se dá efektivně řídit růst pomocí exportu po vzoru z Koreje nebo jak se v Izraeli vypořádali s inflací.

### **3.2 Postupné řešení dluhového problému**

V polovině osmdesátých let tedy v Mexiku začali zavádět vlnu reform, které měly pomoci zemi z hluboké deprese. Upustili od protekcionistických opatření předchozí garnitury a statického vidění z let padesátých a šedesátých a na místo toho se obrátili k přístupu hospodaření, který je znám pod pojmem washingtonský konsensus. Jedná se o ekonomickou doktrínu, podle které nejlepší cesta k hospodářskému růstu vede přes dobře a zodpovědně sestavený státní rozpočet, nízkou inflaci, deregulaci všech trhů a odstranění bariér volného obchodu. Byl to tehdejší prezident Miguel de la Madrid, díky kterému se podařilo tyto reformní kroky přivést k životu. Začal uvádět do praxe radikální uvolňování mexického trhu tím, že výrazným způsobem snížil cla až na jejich historické minimum a významně omezil množství výrobků (zboží), na které bylo předtím potřeba získat dovozní povolení, aby mohlo vstoupit ze zahraničí na mexický trh. Dále za doby jeho prezidentské administrativy došlo k masivnímu rozprodávání státem vlastněných

výrobních podniků<sup>1</sup> a rovněž byly prolomeny striktní předpisy upravující nabývání vlastnictví zahraničními subjekty (Krugman, 2008, s. 36).

Dalším nestandardním krokem, který prezident Miguel de la Madrid učinil bylo, že neurčil, jak tomu bývalo doposud zvykem, za svého nástupce jednoho z bosů neochvějně vládnoucí strany PRI, ale stoupence mladých reformátorů – tehdejšího ministra plánování a financí Carlose Salinase de Gortari. Ačkoliv se nám to může zdát neobvyklé, tak i když Mexiko do devadesátých let 20. století nebylo monarchií, kde se moc předává z generace na generaci, tak jejich politický systém byl vskutku unikátní. Panoval zde režim jedné vládnoucí politické strany (PRI), kde se ve volbách hlasy získávaly bezostyšně protekcí a úplatkářstvím přičemž jakákoliv odchylka od požadovaného výsledku byla kreativně korigována falšováním sečtených hlasů. Bývalý prezident sice již po skončení svého šestiletého funkčního období vlády nemohl znovu kandidovat, ale po dohodě s nejvyšším vedením strany doporučil svého nástupce, který v následných volbách nevyhnutelně zvítězil.

Poslední stopou, kterou po sobě bývalý prezident Miguel de la Madrid a jeho úřad zanechal, byl tzv. Národní program solidarity (Lustig, 1998, s. 50), který po něm Salinas zdědil a zpočátku své vlády mu nezbývalo než v započatých reformách podle tohoto programu pokračovat. Cílem plánu bylo redukovat inflaci a stabilizovat ekonomiku země během velmi krátké doby dvanácti měsíců. Jedná se tedy o krátkodobou, přechodnou a především defenzivní strategii zaměřenou na ochranu velmi zranitelné ekonomiky proti dalším šokům, dokud se nová administrativa (po volbách 1988) nechopí opět moci. Hlavními oblastmi, kterých se tento plán dotýkal, byly mzdy, směnný kurz a fiskální deficit. Mzdy měly mít okamžitý nárůst o 15% a o dalších 20% na počátku následujícího roku. Dále měly být zmrazeny až do března a pak měly růst podle vývoje inflace až do konce roku. Peso bylo devalvováno o 22% a importní tarify byly sníženy u veškerého zboží o celou jednu polovinu, což mělo pomoci domácí výrobě. Vše mělo podle plánu vést

---

<sup>1</sup> Za minulých vlád v období let 1970–1982 se počet státem vlastněných podniků naopak průběžně celkově zvětšoval celkem z 391 na 1155 podniků (Mayer, 1998, s. 33).

k vyrovnanému či dokonce přebytkovému státnímu rozpočtu. Plán se zavazoval snižovat hladinu inflace o celá 2% měsíčně, zajistit ekonomický růst o 6% a současně s tím zachovat vyrovnanou platební bilanci. Tento program měl i svou stinnou stránku. Byl poměrný krutý k chudším vrstvám obyvatelstva. Znamenal pro ně všeobecné zvýšení cen a to hlavně základních potravin, kde se cena zvýšila o 80% vůči stavu, který byl před jeho zavedením (Sparks, 1988). Ačkoliv by se dalo říct, že prezident de la Madrid nebyl na konci svého funkčního období mezi Mexičany příliš populární, jeho vláda měla dostatečnou autoritu a sílu prosadit potřebná opatření.

**Tabulka 4: Ekonomický a dluhový vývoj za prezidenta Miguela de la Madrid**

Ekon. ukazatel	Jednotky	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Reálný GDP	mil. USD	724 030	750 092	770 887	741 948	755 717	765 129
Růst reálného GDP	%	-3.5	3,4	2,2	-3.1	1,7	1,3
Vládní dluh celkem	mil. USD	52 817	60 906	78 252	85 977	63 101	86 321
Vládní dluh/HDP	%	30,3	30,1	36.3	56.7	61.7	43.1

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Národní program solidarity brzy začal přinášet výsledky (Merrill a Miró, 2005). Efekt na změny hladiny inflace zachycuje tabulka 5, kde je vidět od roku 1987 značný pokles. Přinesl rovněž postupné zotavování mexických mezinárodních finančních rezerv, což umožnilo centrální bance fixovat měnový kurz při současném snižování importních tarifů. Tato příznivá ekonomická situace na konci roku 1987 nahrávala další liberalizaci obchodu. Postupné snižování cel až na maximálně 20% hodnoty zboží, zrušení oficiálních importních cen a 75% importních licencí byly jedněmi z plodů, které implementace tohoto smělého plánu přinesla.

**Tabulka 5: Inflační vývoj Mexika od 2. pol. 80. let**

Ekon. ukazatel	Jednotky	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Inflace	%	86.2	131.8	114.2	20.0	26,7	22,7	15,5	9,8	7.0

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Následným mexickým prezidentem se stal podle očekávání Carlos Salinas de Gortari, který byl jmenován po volbách v roce 1988, když v nich porazil svého konkurenta Cuauhtémoka Cárdenase, jenž byl synem bývalého prezidenta a prosazoval tradiční antikapitalistický populismus. Salinas vystudoval Kennedy's school of Government při Harvardu a poradní

tým, který si vybral, byl sestaven převážně z renomovaných ekonomů, kterými byli většinou absolventi MIT. To se nakonec ukázalo, jako slibný krok směrem k novému nabytí důvěryhodnosti ze strany zahraničních (převážně amerických) investorů, že na důležitých místech ve vládě neseděli zatvrzelí státníci z tzv. staré gardy, ale spíše politicky neutrálně zaměření a „americky vzdělaní“ ekonomové. Salinas si během svých diplomatických cest po světě za účelem získání finančních prostředků pro Mexiko uvědomil, že situace celé Latinské Ameriky se odsouvá do pozadí. Situace v Evropě na konci 80. let spolu s rychle se rozvíjejícím asijským trhem, který tak představoval vážnou konkurenční hrozbu, naznačovaly, že kromě již úspěšně probíhajícího a stále zdokonalovaného programu národní solidarity bude Mexiko potřebovat i další podněty pro zrychlení růstu a celkového rozvoje ekonomiky (Orme, 1998, s. 32).

Během Salinasovy vlády stojí za povšimnutí především dva klíčové politické kroky (Krugman, 2008, s. 37), se kterými spojil existenci svého kabinetu. Tím prvním bylo nalézt funkční řešení pro v té době již velmi znepokojivě bující dluhovou krizi. Toho se rozhodl dosáhnout pomocí tzv. Bradyho plánu. „*Tato iniciativa pojmenovaná podle amerického ministra financí Bradyho měla snížit bankovní dluhy 39 nejvíce zadlužených zemí pomocí směsi odpuštění dluhů a dluhových úlev, nových půjček a převedením části dluhů na podíly ve státních podnicích (Brady Bonds).*“ (Silný a Tožiška, 2007). Mexiko bylo první zemí, kde byl plán představen. Bradyho plán se soustředil především na restrukturalizaci státního dluhu. Dozorčí rada, která se skládala z mexické vlády a zástupců z více než 500 bank, vyjednala tzv. „menu“ pro banky neboli jakýsi soubor podmínek, ze kterých si banky mohly poté vybrat, za účelem vypořádání mexických dluhů. Měly celkem tři možnosti dalšího postupu:

- Discount bonds – stávající půjčky budou vyměněny za dlužní úpisy s 30 letou dobou splatnosti, jejichž nominální hodnota bude okamžitě snížena o 35%. Tyto úvěry budou poté úročeny s úrokem o 13–16% nad sazbou LIBOR.
- Par bonds – stávající půjčky budou vyměněny za dlužní úpisy s 30 letou dobou splatnosti bez snížení jejich nominální hodnoty, ale se sníženou úrokovou sazbou o 6,25%.



- Banky mohou poskytnout nové půjčky s tržní úrokovou mírou na čtyřleté období ale pouze do celkového objemu 25% těch, které vystavily do roku 1989. Tyto cenné papíry (brady bonds) budou zaručeny americkou vládou prostřednictvím Mezinárodního měnového fondu a Světovou bankou.

V mexickém případě si banky zvolily výměnu 49% svých půjček za zlevněné dluhopisy (discount bonds), 41% za dluhopisy stejné hodnoty (par bonds) a 10% si zvolilo poskytnutí nových půjček. Dohromady to znamenalo celkový objem necelých 49 milionů amerických dolarů (Vásquez, 1996) pro mexickou vládu. Nebyla to tedy ani polovina celkového dluhu, nicméně z psychologického hlediska tato pomoc od velké části světa znamenala jakýsi bod zlomu. Pro Mexičany to byla úleva, jelikož se diplomatickou cestou snažili o umazání části svých dluhů již delší dobu. Pro zahraniční investory to byl zase pozitivní signál, že hospodářská recese Mexiku (a v celém regionu) začíná odeznívat a byly tudíž ochotni zase do zdejší ekonomiky investovat. Rovněž díky stále se lepším známkám od ratingových agentur všeobecně úroky mexických dluhů klesaly. Ekonomika mohla znovu „dýchat“, a jelikož nemusely platit za úroky tak horentní sumy, jak tomu bylo dříve, začal se i rozpočtový schodek rychle vyrovnávat. Během pouhého jednoho roku od zavedení Bradyho plánu se celkový obraz mexické ekonomiky začal od základu proměňovat a blýskalo se na lepší časy. Efekt zlepšení je patrný z tabulky 6, kdy po implementaci plánu a jeho přizpůsobení došlo roku 1992 po dlouhé době ke snížení mexického dluhu.

Spolu s penězi z „brady bonds“ v Mexiku na počátku devadesátých let dál probíhala privatizace státních podniků, dál se rušily protekcionistické překážky a bariéry mezinárodního obchodu a stát evidoval nové zahraniční investory. Vše tedy nasvědčovalo tomu, že dluhová krize v Mexiku je nyní definitivně překonána.

**Tabulka 6: Ekonomický a dluhový vývoj za prezidenta Salinase**

Ekon. ukazatel	Jednotky	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Reálný GDP	mil. USD	797 251	837 659	873 027	904 706	922 352	963 077
Růst reálného GDP	%	4,1	5,2	4,2	3,6	1,9	4,8
Vládní dluh celkem	mil. USD	97 407	116 321	117 629	101 547	102 345	94 193
Vládní dluh/HDP	%	42,8	42,3	34,7	25,6	23,1	32,2

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Druhým významným krokem, který Salinas během své vlády učinil, byl návrh, aby Mexiko utvořilo společně se Spojenými státy a Kanadou zónu volného obchodu (NAFTA). Byl to krok pro některé dosti nečekaný vzhledem k historickému, výrazně protekcionistickému vývoji v zemi, pro jiné zase přirozený postup v rámci celkové liberalizace země, kterou již započal jeho předchůdce prezident Miguel de la Madrid. Šlo tedy o již oficiální navázání spolupráce, kterou USA a Mexiko udržovaly v celém období od vypuknutí dluhové krize. Vždyť i první místo, kam se v roce 1982 vydala delegace mexických činitelů, aby oznámily, že země již nedále není schopna splácet své dluhy, nebyla kancelář IMF ani Světové banky, ale právě kancelář ministra financí Spojených států. Hlavní přínosem vstupu do NAFTA pro Mexiko (Krugman, 2008, s. 38) byl opět psychologický účinek, neboli jak Salinas doufal, otevření se zahraničnímu zboží a liberalizace bude ještě silnější, pokud bude posvěcena (zajištěna) také z titulu mezinárodní smlouvy. Vše v rámci zvyšování důvěryhodnosti státu s cílem prokázat, že Mexiko je opět stabilní země, ve které je bezpečné investovat.

### **3.3 Závěry Mexické dluhové krize**

Svět v té době ze všeho nejvíce ohromilo, jak se krize postupně z Mexika přelévá do okolních států s nezměnnou a ničivou intenzitou. Bylo tedy nanejvýš zřejmé, že globalizace světové ekonomiky má i své temné stránky a že riziková hospodářská a fiskální politika v jedné zemi s sebou nese velké riziko i pro okolní státy v témže regionu. V této diplomové práci byla pozornost věnována výhradně Mexiku. Nikoliv z titulu, že by snad bylo jediné, ale na jakožto v té době nejrozvinutější ekonomiku a také protože analogicky podobná byla situace i v ostatních, krizí postižených zemích Latinské Ameriky. Do konce roku krize 1983 postihla již celkem 27 zemí (z toho 16 v Jižní Americe) s celkovým objemem dluhů ve výši 239 mld. USD (Dvořák, 2008, s. 176) a po níž následovala prudká recese, která ještě více znemožňovala zemí splácet své dluhy. Podrobněji se analýzou detailních příčin a následku Latinskoamerické krize zabývá Cline (1994) a Dooley (1995).

Co bylo u všech zemí v závěru společné a čeho je tedy dobré si především povšimnout je, že nakonec bylo nezbytné, aby proběhla **restrukturalizace dluhů** v rámci Bradyho plánu. Země nebyly schopné dostát svým závazkům při původních lhůtách a úrokových sazbách a tak museli věřitelé, pokud chtěli své prostředky ještě někdy dostat zpátky, přijít s nabídkou změn v nastavení půjček. Záhy po Mexiku se dalšími signatáři, kteří přijali Bradyho plán, staly rovněž Costa Rica (1989), Venezuela (1990), Uruguay (1991), Argentina (1992), a Brazílie (1992). Do května 1994 to bylo již 18 zemí, kterým bylo celkem dohromady odpuštěno okolo 60mld. USD a byly poskytnuty dlouhodobé speciální půjčky (brady bonds) ve výši 190mld. USD (Vásquez, 1996).

Dále z popisu vyplývá, že v době před krizí byly tyto státy silně exportně zaměřené, s velmi **uzavřenými ekonomikami** a s kontrolou importu. Vládl zde často zkorumpovaný a lobisty ovlivněný politický systém na základech populismu, který byl ještě více podporován předešlým hospodářským růstem a tedy nikomu v té době (především zahraničním obchodním partnerům a bankovním věřitelům) tento stav nepřekážel. Toto ovšem nemohlo trvat věčně, jelikož většina prostředků těchto režimů pocházela z exportu ropy, jejíž cena na konci 80. let začala celosvětově klesat.

Dalším faktorem, který umožnil dluhům tak vysoce narůst, byly velmi vysoké **úrokové míry**, které panovaly po druhém ropném šoku (1979). Vlády si bezostyšně půjčovaly další a další peníze na vysoké úroky, které poté s poklesem cen ropných surovin na konci 80. let již nebyly schopny splatit. Jednou z podmínek pro získání zahraniční pomoci tak byla liberalizace zemí, aby se nestaly pouhými černými dírami na peníze. Součástí vyjednávání v rámci Bradyho plánu také bylo sjednocení a snížení těchto nepřijatelně vysokých sazeb.

Ukázalo se, že pro znovu získání **důvěryhodnosti** světových finančních institucí nestačí pouze, aby do postižených zemí byly bezcílně transferovány peníze. Na této myšlence pohořel Bradyho předchůdce v pozici amerického ministra financí James A. Baker. Tzv. Bakerův plán z roku 1985 se zakládal na tom, že bude zemím pouze poskytnuta finanční pomoc, která jim pomůže splatit část svých dluhů, což zvýší jejich důvěryhodnost a následně jim tak umožní přístup k dalším půjčkám, kterými budou financovat své ozdravné programy. Ovšem jako všechny předešlé strategie, tak také Bakerův plán nebyl

schopen poskytnout dostatečnou jistotu v regionu. Peníze z něho nebyly správně použity na státní reformy, které by zaručily významné oživení a nedonutil tak banky poskytovat další půjčky. Součástí Bradyho plánu tak již bylo, že zemím bude současně část dluhů odpuštěna a bankovní ústavy budou „donuceny“ půjčky poskytnout a to se splatitelnými, pevnými úrokovými mírami. Plán byl kritizován hlavně pro svůj morální hazard, ale v dané situaci to bylo patrně nejlepší (možná jediné) řešení, které mohlo přinést hmatatelné výsledky.

## 4. Japonsko

Japonsko již dlouhodobě patří mezi nejzadluženější země světa, kdy se poměr státního dluhu vůči HDP pohybuje kolem 200%. Toto je i pro situaci v evropských zemích zcela nepředstavitelné číslo. Jak je vidět z tabulek 7 a 8, tak tento ukazatel je dokonce vyšší, než u nejvíc zadlužené evropské země – Řecka. Přestože se Japonsko řadí mezi nerozvinutější ekonomiky světa, tak se jim zde dlouhodobě nedaří zkrátit vysoký státní dluh a současně udržet trvalý hospodářský růst. I když situace v Japonsku nebývá označována přímo jako příklad dluhové krize, měl by být tento případ v této diplomové práci uveden, vzhledem k tomu, že výše japonského dluhu od bankovní krize v 90. letech narostla do opravdu obřích rozměrů. Dluhové problémy provázejí Japonsko již dlouhou dobu a tedy způsob, jakým jsou zde řešeny, by mohl vnést světlo na světový dluhový problém. Při dalším zkoumání je možné nalézt velmi podobné rysy, které obě tyto situace spojují.

**Tabulka 7: Řecký dluhový vývoj 2003–2010**

Ekon. ukazatel	Jednotka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vládní deficit	%HDP	-5.7	-7.4	-5.3	-6.0	-6.7	-9.8	-15.6	-10.4
Vládní dluh/HDP	%	112.3	114.8	121.2	115.6	112.9	116.1	131.6	147.3

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

**Tabulka 8: Japonský dluhový vývoj 2003–2010**

Ekon. ukazatel	Jednotka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vládní deficit	%HDP	-7.9	-6.2	-6.7	-1.6	-2.4	-2.2	-8.7	-8.1
Vládní dluh/HDP	%	158.0	165.5	175.3	172.1	167.0	174.1	194.1	199.7

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

## 4.1 Krize v 90. letech

Při hledání příčin japonského dluhového problému je třeba se podívat přibližně dvacet let nazpátek, do 90. let, kdy si Japonsko prošlo hned několika finančními krizemi s netypicky vleklým průběhem. Tyto byly pro řadu světových ekonomů velkým překvapením, neboť tato asijská země se od počátku období po druhé světové válce mohla chlubit hospodářským růstem, rychlým rozvojem, stabilitou a byla často uváděna i jako vzor všem ostatním. Například pro způsoby řízení v podnikatelské sféře. Japonsko dlouho těžilo jednak z vysoké úrovně svého školství, která měla následně vliv na technologický pokrok a výrobu vysoce kvalitního zboží, tak jednak ze zcela odlišného politického systému, který býval označován jako nová forma kapitalismu, ale přesto zachovával velký vliv státu na soukromý a bankovní sektor. Na rozdíl však od Mexika či jiných asijských ekonomik bývalo Japonsko v dobách před krizí věřitelskou zemí, tedy státem nezávislým na rozmarech zahraničních investorů (Krugman, 2008).

Zatímco v období následujících dvou dekad po druhé světové válce zažívala země hospodářský boom v rámci tzv. „catch-up procesu“, ve kterém šlo o ekonomické a technologické dotahování USA, tak v období 70. let zde nastal rychlý obrat. Hospodářský růst se zde z poněkud nejasných příčin prudce snížil z 9% v šedesátých letech na 4% v roce 1973 (Krugman, 2008, s. 56). Vzhledem k tomu, že růst byl v té době stále větší než u většiny evropských zemí či ve Spojených státech, tak možná právě proto nebyla tomuto poklesu věnována dostatečná pozornost. Což byla pravděpodobně chyba, jelikož to byl první příznak problémů, které se v zemi objevily v následujících desetiletích.

V otázce proč by měl být japonský systém lepší, hrála nezastupitelnou úlohu regulační role státu. V rámci jejího strategického uvažování byla převážná většina prostředků investována na podporu vytypovaných velkých firem seskupených kolem hlavní banky, tzv. *keirets*. Ty byly mezi sebou provázány křížovým vlastnictvím téměř veškerých podnikových akcií, což managementu umožňovalo velkou nezávislost na vnitrostátním trhu. Jednalo se o průmyslová odvětví jako automobily, ocelárny, audio či videotechnika. Jako prostředky jsou míněny výhradní dovozní a vývozní licence nebo přednostní bankovní půjčky.

Znamenalo to ovšem pocit nezdravé sebejistoty u těchto firem, jelikož se mohly vždy spolehnout na to, že v případě problémů se obrátí na centrální banku, která jim pohotově půjčí potřebné finance a tím situaci zachrání. Výsledkem bylo, že se tyto státem pečlivě vytypované firmy příliš nestaraly o dlouhodobé hledání a dodržování svých ekonomických cílů. Plně se spoléhaly na prozíravost japonské vlády. Slabiny tohoto systému ovšem začínaly vycházet na povrch již koncem osmdesátých let.

**Tabulka 9: Ekonomický vývo Japonska v 80. letech**

Ekon. veličina	Jednotka	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Vládní dluh	mil. USD	433 738	507 197	610 736	594 554	911 090	1 266 967	1 582 938
Vládní dluh/HDP	%	53.7	59.7	66.0	68.1	70.5	76.2	78.0
Vládní deficit	% HDP	-3.6	-3.5	-3.7	-2.2	-0.9	-1.0	-0.1
Inflace	%	4,9	2,7	1,9	2,3	2,0	0.6	0.1
Nezaměstnanost	%	2,2	2,4	2,7	2,7	2,6	2,8	2,9

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

V osmdesátých letech bylo Japonsko stále zemí hospodářské prosperity, nízké nezaměstnanosti a vysokých firemních zisků, což díky poměrně velké dani z příjmu znamenalo také velký příliv peněz do státní pokladny. V tabulce 9 jsou zachyceny ekonomické statistiky té doby a již zde je možné si povšimnout trvalého nárůstu státního zadlužení. Nicméně z ekonomicky neopodstatněných důvodů docházelo k trvalému nadhodnocování cen půdy a akcií firem až na trojnásobek jejich hodnoty. Tento jev bývá označován pojmem finanční bublina. Zde je možné sledovat analogii s krizí z roku 2008, která také vznikla z jedné takové bubliny na americkém hypotečním trhu. Finanční bublina (někdy označována jako spekulativní, ekonomická či tržní) bývá definována jako prodej velkého objemu aktiva v cenách, které se značně odlišují od jeho skutečné hodnoty (Fuchs, 2004). Jedna z nejproslulejších bublin byl případ kolem menších amerických spořitelů tzv. „Savings and Loans Associations“ (Strunk a Case, 1988). Vznikají tak, že se investoři nechají strhnout všeobecnou davovou hysterií a klidně svými penězi podporují nárůst ceny dané komodity, i když její reálná hodnota byla již dávno překročena, což má z dlouhodobého hlediska fatální následky v případě, až cena dané komodity začne (zpravidla prudce) klesat a hodnota těchto „bublinových peněz“ se tak stejně rychle sníží. Vzhledem k tomu, že tyto investice bývají často financovány bankovními úvěry, tak při ztrátě peněz z jejich výnosů pak mohou být tyto úvěry jen těžko splaceny. Banky si při této

situaci zahrávají s něčím, co je označováno jako morální hazard. V praxi to znamená, že půjčují peníze za nadstandardní úrokové míry a na riskantní, mnohdy velmi podezřelé operace. Situace v Japonsku kolem skupiny firem *keiretsu* k tomu jen vybízela. Jakmile se těmto podnikům přestalo dařit, banky jim bez hlubšího zkoumání vždy a ochotně půjčily další prostředky a bublina se plnila dál.

Pojem morální hazard je sice znám převážně z pojišťovnictví, ale v mnohém přesně vystihuje způsoby BOJ (Bank of Japan). Tento jev byl rovněž typický pro případ finanční krize v USA, kdy úvěry v bankách byly kryty nemovitostmi, jejichž hodnota pak razantně poklesla (Krugman, 2008, s. 60). V případě japonských firem se to projevilo tak, že si byly natolik jisté, že od banky získají další peníze, že jejich podnikové plánování se příliš nezabývalo dnes již základními kameny úspěšného podnikání, jako je strategické plánování na několik let dopředu či stálá likvidita podniku. Rovněž vkladatelé bezmezně věřili, že jejich úspory jsou v bankách v bezpečí, protože za nimi stojí vláda, která při vzniku problémů zasáhne a banky zachrání. Totéž se dá ovšem říct i v současnosti o všech bankách ve vyspělých státech. Stát nenechá své občany přijít o uložené peníze na jejich spořicí účtech, které často představují jejich celoživotní úspory.

Japonsko na konci osmdesátých let bylo zářným příkladem toho, jak může právě takovýto morální hazard spolu s bublinami mít pro bankovní systém, a potažmo celou ekonomiku, fatální následky. Tyto bubliny totiž vždy dříve nebo později prasknou. V Japonsku se tomu tak stalo na počátku devadesátých let, když v roce 1990 centrální banka vytyčila hrozící nebezpečí a tak zvýšila úrokové sazby z 2,5 na 6% ve snaze snížit počet rizikových úvěrů. Nicméně v roce 1991 ceny půdy i akcií začaly prudce klesat a během několika málo měsíců se propadly až na 60% své původní hodnoty (Krugman, 2008, s. 62). Japonské úřady pokládaly zpočátku tento vývoj za přirozený a věřili, že se tak aspoň ceny nemovitostí dostanou zpět na realistickou úroveň. Nicméně se začala postupně projevovat hospodářská recese, kdy tempo růstu ekonomiky rok od roku zpomalovalo a v zemi po propadu cen nemovitostí došlo k útlumu investic, spotřeby a následkem toho i celkové poptávky. Naprosto stejný průběh byl zaznamenán i nyní v USA po prasknutí hypoteční bubliny.



Standardním postupem centrální banky v takovéto situaci bývá monetární expanze a snížení úrokových sazeb, aby se v zemi opět zvýšily výše zmíněné makroekonomické ukazatele a bylo tak dosaženo hospodářského růstu. V Japonsku tomu ovšem tak nebylo. V devadesátých letech zde v případě firem panovala velká nervozita ohledně dalšího investování a rozvoje a běžní lidé se báli jak utrácet, tak i spořit. Došlo tak k tomu, co bývá označováno podle keynesovského konceptu jako past likvidity. Tento jev se vyznačuje velmi nízkou hodnotou krátkodobé nominální úrokové míry, která je velmi blízko nule. V situaci, kdy zde ovšem byla bublina na trhu nemovitostí a jejich cena byla přehnaně vysoká, došlo k tomu, že ekonomické subjekty očekávaly pokles cen těchto aktiv a růst úrokových sazeb v budoucnu. V IS-LM modelu poptávka po penězích vykazuje nekonečně vysokou citlivost na změny úrokových sazeb a monetární politika je zde naprosto neúčinná (Wroblowský, 2009).

Jestliže monetární expanze nepřináší výsledky, je tedy na vládě, aby fiskální expanzí opět oživila růst a donutila tak lidi opět utrácet nahromaděné hotovostní peníze. Toto bývá běžný lék na past likvidity. Japonská vláda tedy realizovala masivní fiskální expanzi. V průběhu devadesátých let bylo realizováno mnoho expanzivních programů, do kterých byly investovány stovky miliard dolarů. V dřívějších letech tradičně vyrovnaný japonský rozpočet se tak náhle octl na několik let ve výrazném deficitu a státní dluh tak začal prudce narůstat. Vládní výdaje ovšem ve výsledku přispěly k růstu HDP a cenové hladiny jen velmi omezeně. Vysvětlení toho hledejme opět v očekáváních soukromých subjektů (Wroblowský, 2009). Japonští spotřebitelé jsou charakterističtí svou vysokou mírou averze vůči riziku a velmi pečlivě zvažují své finanční kroky, což se ještě více umocňuje v situaci nastalé krize, kdy současně dochází ke zvyšování nezaměstnanosti. Navíc v této době se v Japonsku začínalo pomalu upouštět od tradičního systému celoživotního zaměstnávání (Cihelková, 1999, s. 21), který byl po dlouhá léta pro Japonce velmi typickým. Pesimismus ohledně budoucího vývoje v kombinaci s tradičně vysokou mírou úspor Japonců se projevil ve velmi nízké hodnotě výdajového multiplikátoru. Požadovaný multiplikační efekt fiskální expanze byl z těchto důvodů jen velmi malý, a tedy nevedl ke zvýšení domácí poptávky a navíc vzhledem k této dlouholeté expanzivní politice lidé očekávali její budoucí restriktci, a možná také proto nadále nezvyšovali svou současnou spotřebu. (Heng, 2009, s. 7).

Výsledkem těchto fiskálních operací byl nárůst japonského dluhu, kdy se rozpočtové deficity několik let po sobě pohybovaly až ke hranici 10% HDP. Již v roce 1997 se celková výše japonského dluhu vyšplhala na více než 100% v poměru k HDP a do roku 2010 již dosáhla na magických 200% HDP (Krugman, 2008, s. 68). Průběh ekonomického vývoje Japonska v době hospodářské krize zachycuje tabulka 10. I přes krizový vývoj se japonská ekonomika dostala do recese až v roce 1998.

**Tabulka 10: Ekonomický a dluhový vývoj Japonska v 90. letech**

Ekon. ukazatel	Jednotka	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Reálné HDP	mld. USD	3 385	3 413	3 419	3 448	3 515	3 607	3 664	3 591
Růst reálného HDP	%	3,3	0,8	0,2	0,9	1,9	2,6	1,6	-2,0
Vládní dluh celkem	mld. USD	1 686	2 058	2 598	3 264	3 070	2 862	2 938	3 636
Vládní dluh/HDP	%	64,2	68,6	75,0	80,2	87,7	95,4	102,0	114,9
Vládní deficit	% HDP	2,0	0,7	-2,4	-3,7	-4,6	-4,9	-3,8	-11,0

Zdroj: www.oecd.org

**Tabulka 11: Kapitálové ztráty po splasknutí bubliny v letech 1990–1996 (bil JPY)**

Investor	Finanční ztráty	podíl (%)
Nefinanční instituce	-334,7	32,1
Finanční instituce	181,0	17,4
Vládní sektor	-98,5	9,5
Domácnosti	-427,9	41,1
Celkové ztráty	-1042,1	100,0

Zdroj: OECD, 1998, s. 46.

Situaci ještě dále zkomplikovalo vypuknutí asijské finanční krize v roce 1997. Asijské země jsou pro Japonsko strategickými vývozními partnery, a tak došlo k silnému poklesu exportu do těchto zemí, což ještě více zbrzdilo ekonomický růst Japonska a dále prohloubilo jeho krizi. Navíc s poklesem příjmů z exportu se japonská dluhová situace dále zhoršovala.

## 4.2 Dluhový problém

Struktura japonského dluhu je taková, že japonské vládní dluhopisy jsou přednostně prodávány domácím subjektům, jako jsou například banky, veškeré místní finanční instituce, či podnikatelský sektor. Jedná se tedy především o problém vnitřního zadlužení. Dalšími držiteli vládních dluhopisů jsou samozřejmě centrální banka a malou část mají rovněž v držení samotní občané státu. Výše dluhopisů, která je držena zahraničními věřiteli, je pouze 5% z celkové výše japonského dluhu z čehož jedna pětina jsou věřitelé z asijských zemí. Pro srovnání například v USA je část dluhu, která je držena zahraničními věřiteli okolo 30% a v Německu celých 55% (IMF, 2011, s. 7). Z výše uvedeného vyplývá, že nominální hodnota dluhu je převážně zdržena v domácí měně – jenech a dále že dluh je převážně v rukou domácích subjektů. Z toho vyplývá, že na rozdíl od Mexika v 80. letech zde nehrozí tak velké riziko, představované nezdravými zásahy a sankcemi ze strany zahraničních věřitelů. Na druhou stranu je takto strukturalizovaný vnitřní dluh velmi citlivý na vývoj domácí inflace, což má zásadní vliv na reálnou hodnotu veřejného dluhu. Výsledkem je, že Japonsko se tedy již od poloviny 90. let až do současnosti potýká se stále se zvyšující úrovní státního dluhu, se kterým se nebylo schopné dodnes vypořádat.

V období do roku 2000 se japonská vláda stále ještě soustředila na zvýšení hlavně ekonomického růstu. Tím chtěla zajistit vyšší příjmy do státní pokladny a následně se až poté soustředit na splácení svého dluhu. Nicméně po vstupu do nového tisíciletí bylo zřejmé, že vládní dluh činí již příliš velké břemeno a tedy je nezbytně nutné řešit dluhovou situaci neodkladně a přednostně. Na toto konto byl roku 2002 představen program „*Reform and Perspective*“ (Tanaka, 2003), ve kterém bylo stanoveno jako cíl dosažení přebytku veřejných rozpočtů již do roku 2011. Cílem vlády bylo restrukturalizovat vládní výdaje a změnit zaběhnuté trendy ve fiskální politice. V této zprávě vláda předložila svou vizi budoucího vývoje v oblastech ekonomiky a sociální politiky. Také je zde nastíněn návrh makroekonomických a fiskálních opatření, které by měly být přínosem pro Japonsko v krátkodobém až střednědobém horizontu. Toho mělo být dosaženo hlavně silnou restriktivní politikou, která by sice podvázala ekonomický růst země, ale došlo by ke

zlepšení fiskální pozice státu. Pohled vlády se tedy zcela otočil a byl upřednostněn japonský dluh před hospodářským růstem.

Druhým zásadním problémem japonské ekonomiky byla v té době značná deflace, způsobená především velkým podílem nesplacených úvěrů u domácích bank. Implementací nástrojů ve fiskální oblasti jako jsou dočasné snížení daní z příjmu, vysoké výnosy z korporativní daně či škrty v oblasti vládních investic se Japonské vládě podařilo dosáhnout znatelného pokroku. V kombinaci s efektivní monetární politikou pro překonání deflace, úrokovými sazbami sníženými téměř na nulu a kvantitativním uvolňováním již počátkem roku 2004 japonská ekonomika vykazovala slibné náznaky budoucího vývoje a to převážně v podnikatelském sektoru. Došlo ke všeobecnému zvýšení ziskovosti firem a nárůstu obchodních investic. To bylo zapříčiněno snadným přístupem firem k bankovním úvěrům pro tyto nové investice. Jak ukazuje tabulka 12, došlo ke snížení vládního deficitu z 7,7% v roce 2002 až na 1,3% na koci roku 2006. Vliv tohoto poklesu růstu dluhu se následně v roce 2006 projevil i na jeho celkové výši.

**Tabulka 12: Ekonomický a dluhový vývoj Japonska v letech 2000–2006**

Ekon. veličina	Jednotka	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Reálné HDP	mld. USD	3 665	3 678	3 688	3 751	3 839	3 889	3 955
Růst reálného HDP	%	2,3	0.4	0.3	1,7	2,4	1,3	1,7
Vládní dluh	mld. USD	4 323	4 560	5 564	6 743	7 284	7 050	7 092
Vládní dluh/HDP	%	137.6	144.7	153.5	158.3	166.3	169.5	166.8
Vládní deficit	% HDP	-7.4	-6.0	-7.7	-7.7	-5.9	-4.8	-1.3

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Až do roku 2008 se japonské vládě dařilo postupnými kroky stabilizovat veřejné finance, růst zadlužení se snižoval a s výhledem na hospodářský růst se zdálo, že krize byla úspěšně překonána a Japonsko se již ze svých problémů, které měly kořeny v 90.letech, konečně dostalo. Nicméně s příchodem světové finanční krize toho roku se karta opět obrátila, jelikož ani Japonsko nebylo přirozeně schopné se ubránit jejím zdrcujícím dopadům. Jak je vidět z údajů v tabulce 13, tak vládní deficity se opět výrazně zvyšovaly až téměř k 9% HDP a začala se výrazně zvyšovat také nezaměstnanost. Nedůvěra a skepse u domácích spotřebitelů se opět naplno projevil a v kombinaci s poklesem exportu vlivem snížené poptávky na světových trzích se Japonsko opět propadlo do hluboké recese.

Hlavními vývozními artikly Japonska jsou totiž elektronika a především automobily, o jejichž nákup v době krize ovšem výrazně klesá zájem. Na růstu HDP se rovněž negativně promítl pokles investic velkých průmyslových firem, které jak bylo zmíněno patří k hlavním motorům japonské domácí poptávky.

**Tabulka 13: Dopady světové finanční krize**

Ekon. veličina	Jednotka	2007	2008	2009	2010
Vládní dluh/HDP	%	162.4	171.1	188.7	192.7
Vládní deficit	% HDP	-2.1	-1.9	-8.8	-8.4
Nezaměstnanost	%	3,8	4.0	5,1	5,1
Růst reálného HDP	%	2,2	-0,1	-5.5	4,5

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

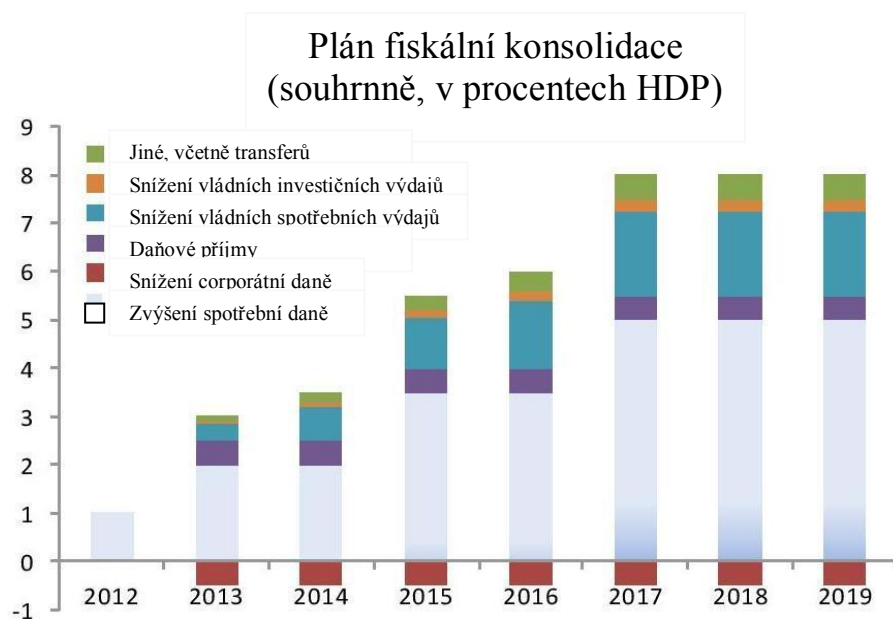
Na druhou stranu tak dlouho zatěžkávaný japonský finanční systém zůstal poměrně na silné pozici. Japonské banky, poučené z krizových 90. let a tehdejší „bublinové ekonomiky“ měly poměrně malé zastoupení rizikových hypotečních úvěrů a tak jejich ztráty (na rozdíl od USA) nebyly tak závažné. V této době došlo poprvé po sedmi letech také ke snížení úrokových sazeb centrální bankou a to až na úroveň 0,3%, což mělo působit jako zbraň na překonání krize. Na rozdíl tedy od amerických a evropských bank nemusely řešit tak závažné existenční problémy a mohli se i nadále soustředit na podporu domácích ozdravných programů.

Vláda v tomto období velmi často měnila svou fiskální strategii. Státní rozpočet byl přepracován celkem čtyřikrát v průběhu následujících dvanácti měsíců. Byly investovány značné finanční prostředky, které měly sloužit jako stimuly pro domácí ekonomiku, což mělo opět za následek vyšší deficity státního rozpočtu a nárůst celkového dluhu. Na konci roku 2010 tak atakoval již zmíněnou hranici 200% HDP. Je možné tedy konstatovat, že světová hospodářská krize v roce 2008 překazila Japonsku jeho plány na konsolidaci veřejných rozpočtů a jeho vytyčený cíl z roku 2002 (přebytkový státní rozpočet k roku 2011) se tak bohužel stal nereálnou záležitostí. Nebýt této krize, tak možná bychom nyní sledovaly postupné snižování japonského dluhu, přebytkové státní rozpočty a to vše při dosahování kladného hospodářského růstu.

V době kdy finanční krize již začala ve světě odeznívat, tedy přibližně v polovině roku 2010, přišla japonská vláda se změnou strategie proti pokračujícímu zadlužování země. Jak bylo řečeno, Japonsko se původně soustředilo na zvýšení hospodářského růstu, následně na stabilizaci veřejných rozpočtů a splácení svých enormních dluhů. Nyní bylo rozhodnuto, že pro řešení současné situace je nutné soustředit se na oba aspekty, tedy dluh a hospodářský růst, současně. V červnu roku 2010 byla spuštěna nová vládní strategie „*Fiscal Management Strategy*“ (IMF, 2011, s. 13) souběžně s ní byla provedena řada prorůstových opatření v rámci plánu „*Growth Strategy*“.

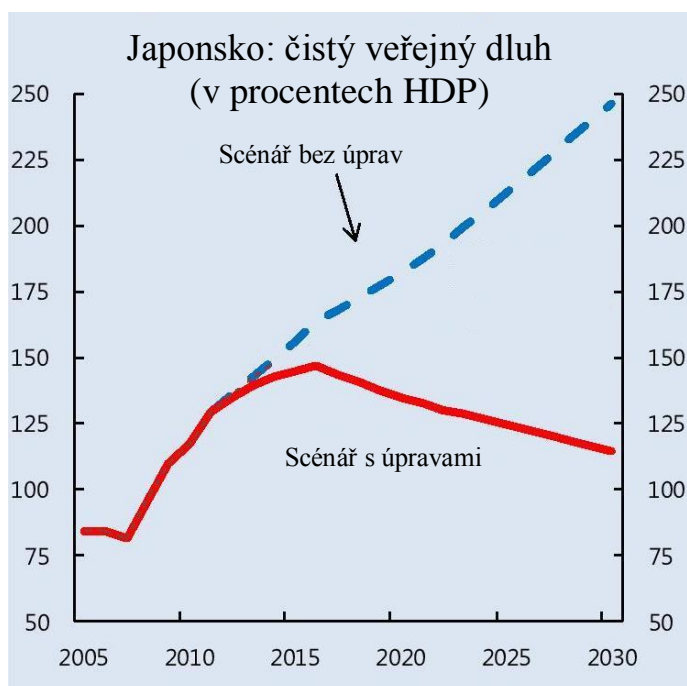
Tato fiskální strategie a celková změna pohledu na řešení dluhového problému byla zaměřena převážně na cíle v střednědobém horizontu. Podle tohoto plánu by se do roku 2015 měl snížit deficit státního rozpočtu až na polovinu a počátkem roku 2021 by poměr státního dluhu vzhledem HDP měl začít trvale klesat. V rámci této strategie byly navrženy a poté prosazeny i změny týkající se sociální ochrany obyvatel, jako bylo například zdvojnásobení spotřební daně na 10% a výtěžek z toho měl být použit pro fond sociální ochrany. Plán také navrhuje zvýšení věku pro odchod do důchodu a přizpůsobení nominální hodnoty penzí vývoji inflace. Podle analýzy MMF stabilizace poměru čistého dluhu k roku 2016 a snížení jeho celkové výše k hranici kolem 135% HDP do roku 2020 by vyžadovalo 10% zvýšení HDP a to již od počátku roku 2012.

Zatímco zde existují různé možnosti k dosažení takové úpravy, tak vzhledem k limitům daným všeobecným snižováním nákladů státu, fiskální úprava tohoto rozsahu bude hlavně záležet na nových zdrojích příjmů, které vláda dokáže nalézt a využívat pro podporu plánovaného růstu. V oblasti daní z příjmu se počítá se zvýšením daně pro fyzické osoby a naopak s dalším snižováním daní pro právnické osoby. Japonská vláda věří, že tato úprava bude mít pozitivní vliv na podnikatelskou činnost v zemi a přinese nové zahraniční investice do podnikání. Celkový efekt všech vládních opatření je zobrazen na obrázku 4. Tato fiskální konsolidace bude mít patrně v krátké období negativní vliv na vývoj japonského dluhu, ale měla by přinést příjmy v dlouhodobém horizontu, jak ukazuje obrázek 5.



**Obrázek 4: Plán fiskální konsolidace**

Zdroj: IMF, 2011, s. 25



**Obrázek 5: Očekávaný vývoj státního zadlužení**

Zdroj: IMF, 2011, s. 26

Bohužel všechny pozitivní výhledy a scénáře, které předpokládal pro Japonsko i MMF se vrátily zase téměř na začátek v březnu roku 2011, kdy bylo Japonsko zasaženo silným zemětřesením, které s sebou přineslo vlnu tsunami a následnou hrozbu jaderné katastrofy. Náklady na přesídlení obyvatelstva v okruhu 20km od jaderné elektrárny Fukušima, opravy přibližně 45 000 zničených domů, dopravní infrastruktury, rozvodů elektřiny a tepla si do konce roku 2012 vyžádaly dle odhadů přes 300 miliard amerických dolarů a stále je zde přes více než 300 000 lidí bez trvalého přístřeší. V současné situaci japonská vláda stále řeší následky tohoto neštěstí a tudíž veškeré plány na konsolidaci veřejných financí, obnovu hospodářského růstu a řešení dluhového problému byly prozatím odloženy. Podle zprávy IMF (2011) zemětřesení vyrušilo japonské rodící se zotavení bohužel hned v jeho začátku a obrátilo pozornost zpět k dynamice růstu jejího zadlužení.

#### 4.3 Závěry japonské krize

Japonská krize z 90. let byla v této práci uvedena z důvodu, protože měla podobný začátek a prvotní průběh jako krize ve Spojených státech v roce 2008. Předluženost ekonomik v současné době pramení z velké části právě z této krize na americkém hypotečním trhu a je zde očividně velká podobnost, jako v případě zadlužení Japonska, které mělo svůj zrod v bankovní krizi v 90. letech. V obou případech zde došlo ke splasknutí úvěrové bubliny, což poté způsobilo řetězovou reakci, která téměř přivedla rozpad bankovního sektoru. Následně bylo nutné, aby stát pomohl zachránit bankovní systém finančními dotacemi a to vedlo k narůstajícímu zadlužení země.

Je patrné, že nefunkční **systém kontroly** a špatný dohled nad finančním trhem může vést k dlouhotrvající krizi, z níž se ekonomika jen velmi pozvolna vzpamatovává. Na japonském příkladě si můžeme povšimnout, jak důležitá je **potřeba stabilního bankovního sektoru** společně se zajištěním patřičného podpůrného měnového prostředí. Bez vnitřní stability finančního sektoru je velmi komplikované stabilizovat v zemi veřejné finance a snažit se o nějaký hospodářský růst, jelikož peníze takto růstem získané je pak zase nutné periodicky investovat zpět do bank, které opět po určité době budou potřebovat finanční pomoc díky svému špatnému nakládání s penězi věřitelů. Tento koloběh se neustále opakuje a brzdí rozvoj státu. Analogicky lze dojít k závěru, že pokud tedy na



evropském trhu nebudou vystupovat pouze „zdravé“ banky a to ve všech členských zemích, nikoliv pouze v těch největších, není možné očekávat stabilní rozvoj celé Evropské unie (více v kapitole 6.1).

Dalším faktorem, který je třeba zohlednit v souvislosti s bankovním sektorem je velikost **reálné úrokové míry** v zemi. V Japonsku situace dospěla do bodu, kdy se úrokové míry přibližovaly stále více nule. Dělo se tak proto, aby si firmy a domácnosti mohly i nadále v nepříznivém ekonomiky vývoji půjčovat peníze a ty následně utrácet (spotřebovat) nebo investovat. Nicméně pokud má centrální banka zúžený manévrovací prostor právě díky nízké úrokové míře, je pak velmi obtížné podporovat vládní kroky efektivní monetární politikou. Centrální banka pak může jen velmi omezeně zmírňovat případné nepříznivé výkyvy v ekonomice.

I přes všechny problémy, se kterými se Japonsko v té době potýkalo, tak má jednu značnou výhodu vůči například zmiňovanému Mexiku v 80. letech. Tou výhodou je, že nikdy neztratilo **důvěru v očích zahraničních subjektů**. I nadále zahraniční věřitelé považují japonské vládní dluhopisy za důvěryhodné a půjčují japonské vládě ochotně své peníze. Důsledky toho jsou pak podobné jako v případě Mexika po zavedení Bradyho plánu. Pokud má vláda činit prorůstavá opatření a pomoci k stabilizaci a následnému rozvoji v jednotlivých státních sektorech (bankovní, dopravy, podnikatelský, apod.) potřebuje zpočátku dostatek finančních prostředků pro investice. Ovšem pokud jí tyto peníze nikdo nepůjčí, tak k žádným změnám dojít nemůže. V případě Japonska ovšem velikost veřejného dluhu a potenciální náklady spojené s obnovou země po zemětřesení vzbuzují otázku, zda investoři budou nadále ochotni pokračovat v nákupu japonských vládních dluhopisů, aby mohla vlády tyto prostředky dále investovat.

Japonská ekonomika je rovněž velmi závislá na stavu ekonomik řady asijských zemí a především na svém největším obchodním partneru – Číně. Stabilita v tomto regionu je pro Japonce existenčně důležitá. Pokud by se v nějaké podobě opakovala situace z roku 1997, či pokud by docházelo k dalším katastrofám podobného rozsahu jako zemětřesení v roce 2011 a následná jaderná krize, tak ani při sebevětší vnitřní snaze nemůže Japonsko v boji se svými ekonomickými problémy vyhrát.

## 5. Argentina 2001

V této kapitole bude pozornost věnována zpět oblasti Latinské Ameriky, kde dluhové problémy přetrvávají již dlouhá desetiletí a kde intervence ze strany MMF a Světové banky byly vnímány spíše jako kontraproduktivní. Evropská dluhová krize znovu vzbudila zájem o příběh, který přivedl roku 2001 Argentinu až ke státnímu bankrotu. Krize, kterou si země prošla na přelomu tisíciletí, byla také specifická několika prvky, ze kterých je možné vzít si ponaučení i pro současnou světovou situaci.

Argentina se po dluhové krizi na počátku 80. let potýkala s velmi vysokou inflací. Její hodnoty podle MMF jsou zaznamenány v tabulce 14. Na toto konto byly vytvořeny za vlády prezidenta Dominga Cavalla od 1. 1. 1992 tzv. měnové výbory (Krugnam, 2008, s. 41). S měnovými výbory je možné se setkat v minulosti, především u evropských zemí, které měly kolonie daleko za hranicemi svého území. Jednalo se o systém řízení měnových kurzů, kdy kurz měny v kolonii byl pevně svázan s kurzem měny v mateřské zemi. Každá vydaná bankovka v kolonii (její nominální hodnota) musela být kryta rezervami centrální banky v měně mateřské země. Tento historický model se již dnes nepoužívá, jelikož to velmi silně omezuje centrální banku v emitování dalších peněz a snižuje tak její možnost ovlivňovat floating měnového kurzu. Po krátkém a nevydařeném pokusu s vlastní měnou – australem, bylo roku 1992 opět zavedeno argentinské peso, přičemž každé peso v oběhu bylo kryto jedním dolarem v devizových rezervách centrální banky, což umožňovalo jeho plnou konvertibilitu s touto silnou a stabilní měnou. Tento přístup bývá někdy proto označován jako plán konvertibility (Jonáš, 2002, s. 8).

**Tabulka 14: Inflační vývoj v 80. letech**

	Jedn.	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Inflace	%	90,84	106,36	207,62	382,35	606,74	625,8	74,46	127,09	388,49	3057,63

Zdroj: IMF, 2004

## 5.1 Vznik dluhového problému

### Ekonomický vývoj v 90. letech

Počátek poslední dekády dvacátého století přinášel naději, že Argentina konečně překonala své hospodářské problémy pramenící převážně z dluhové krize na počátku 80. let. Dosahovali v té době pozoruhodného rozvoje, jak je patrné z tabulek 15 a 16. Fungoval zde úspěšný stabilizační program založený hlavně na dodržování plánu konvertibility, kterému se ve velmi krátké době podařilo dramaticky snížit vysokou inflaci, a přinesl rovněž hospodářský růst. Ten byl v ostrém kontrastu s vývojem v 80. letech a centrální banka tak vysloužila zemi uznání a důvěru investorů i mezinárodních organizací prakticky z celého světa. Dlouhodobé důsledky tohoto plánu ovšem díky jeho ojedinělosti nebyly zcela známy, a jak později vyšlo najevo, tak ani toto nemůže být vnímáno jako lék na veškeré problémy moderní ekonomiky státu (IMF, 2004). Argentina se v té době stala jednou z hlavních světových deponií zahraničního kapitálu (Jonáš, 2002, s. 1). Nicméně problémy na sebe nenechaly dlouho čekat.

**Tabulka 15: Vývoj HDP Argentiny v letech 1991–1995**

Ekon. ukazatel	Jednotky	1991	1992	1993	1994	1995
Reálný GDP	mld. USD	166,892	209,301	236,505	257,44	258,416
Růst reálného GDP	%	10,5	10,3	5,7	5,8	-2.8

Zdroj: Krueger, 2012

**Tabulka 16: Vývoj HDP Argentiny v letech 1996–2000**

Ekon. ukazatel	Jednotky	1996	1997	1998	1999	2000
Reálný GDP	mld. USD	272,241	292,825	298,948	283,26	284,96
Růst reálného GDP	%	5,5	8,8	3,8	-3.4	-0.5

Zdroj: Krueger, 2012

Prvním otřesem byla tzv. tequillová krize, která měla v roce 1994 svůj zrod opět v Mexiku a zpomalila růst argentinské ekonomiky. Tento pokles byl zapříčiněn krachem několika argentinských bank, které měly vysoké expozice mexických aktiv. Důvěra byla částečně narušena a ostatní banky se domáhaly splacení svých pohledávek, aby měly dostatek finančních rezerv pro případ prohloubení krize. Převážná většina těchto pohledávek byla za

domácími subjekty a tak splacením svých dluhů výrazně utrpěly podnikatelské investice. To mělo za následek krátký hospodářský pokles v roce 1995, viz tabulka 15. Z toho šoku se ovšem argentinský stabilní bankovní systém (i s pomocí MMF a Světové banky) dokázal poměrně rychle vzpamatovat a to i navzdory velkému odlivu svých depozitních prostředků. Pevná vazba na americký dolar se ukázala být velmi resistantní vůči útokům na argentinské peso. Díky tomu Argentina ustála tento otřes a dokázala se velmi rychle zvednout (Jonáš, 2002, s. 1). Velký vliv na to jistě měl i fakt, že Spojené státy (a rovněž dolar) nebyly krizí tolik zasaženy a tak i argentinské peso si v kritickém okamžiku zachovalo svou sílu.

Nicméně jakmile se země z tequillové krize vzpamatovala a již v roce 1996 tu byl opět hospodářský růst (viz tabulka 16), tak hned vzápětí v roce 1997 Argentinou otrásl další šok způsobený asijskou finanční krizí, kterou následovala krize v Rusku 1998 a v Brazílii v roce 1999 (Jonáš, 2002, s. 1). V tabulce 16 je vidět následný prudký pokles hospodářského růstu v roce 1998. Díky pevné vazbě na americký dolar se Argentina najednou dostala do situace, kdy na jedné straně začal posilovat dolar vůči euru a na straně druhé v Brazílii, plně zasažené krizí v Rusku, došlo k nekompromisní devalvaci realu (Krugman, 2008, s. 90). Toto byl velký problém, jelikož vedle Spojených států byla Brazílie pro Argentinu dlouhodobě největším obchodním partnerem. Efekt toho dvojího posunu ve směnných kurzech způsobil, že argentinský export přestával být konkurenceschopný, což zemi uvrhlo do hospodářské recese. Následný odliv zahraničního kapitálu, na kterém byla Argentina vysoce závislá, spolu s posilováním dolaru a růstem úrokových sazeb znamenal pro tuto rozvojovou a exportně orientovanou zemi významný otřes, protože zde ještě nebyla pevně zakotvena síť obranných mechanismů vůči těmto externím vlivům tak, jako v jiných vyspělých státech (Bleaney, 2004).

## Ekonomické a dluhové dopady

Výše zmíněné faktory vedly v Argentině v období asijské krize k bankovnímu fenoménu označovanému jako „run na banky“ (viz kap 1.1), který byl zde vyvolán všeobecným strachem vkladatelů o své mnohdy celoživotní úspory a rovněž ztrátou důvěry ve fixní navázání měny na dolar (Švihlíková, 2010, s. 41). Vybrané peníze se poté všichni snažili hromadně vyměnit zpět za americké dolary, protože se báli, že pokud dojde k uvolnění fixu, tak nastane devalvace a jejich úspory prudce ztratí na reálné hodnotě.

Centrální banka zvýšila úrokovou sazbu za účelem toho, aby lidé znovu začali ukládat své úspory v pesos a tím dostala vydané peníze zpátky. Druhým záměrem tohoto jednání bylo, že růst úrokové sazby povede také k poklesu mezd a cenové hladiny a peso se tak stane znovu konkurenceschopné. Bohužel to se nestalo a ani při 15% nezaměstnanosti výše mezd neklesala (Hrabálek, 2002). A díky fixnímu kurzu nemohla vláda ani devalvovat měnu, jako se tomu stalo v sousední Brazílii. Důsledkem těchto příčin byl neustále vzrůstající deficit rozpočtu, který nadále zvyšoval hodnotu státního dluhu. Vláda uvalila svým nařízením limity na výběr bankovních vkladů, čímž ještě více znepokojila krizí zkoušené obyvatelstvo (Krugman, 2008, s 90).

Příčiny vzniku argentinské krize se zdají být podle některých ekonomů jasné: „*Příliš vysoký pevný devizový kurz a velký růst zahraničního dluhu byly dva hlavní důvody argentinského pádu.*“ (Hrabálek, 2002). Podle Hrabálka (2002) je hlavní příčinou nahromadění státního dluhu v tomto případě právě to, že vláda přespříliš dlouhou dobu udržovala fixní kurz navázaný v poměru 1:1 na americký dolar, kterým bylo ovšem argentinské peso značně nadhodnoceno. „*Při vysoce stanoveném devizovém kurzu země dovážela několikrát více, než sama vyvezla. Tato nerovnováha znemožnila Argentině získat dostatečné množství peněz na uhrazení úroků ze zahraničního dluhu.*“ (Hrabálek, 2002) Argentinská produkce tedy při takto stanovené hodnotě kurzu nebyla schopna obstát v boji se zahraniční konkurencí a z tohoto důvodu byl v zemi export výrazně převyšován importem. Při následném uvolnění kurzu a vlivem devalvace měny se sice zlepší hodnoty pro export, ale v domácí ekonomice dojde k rozsáhlým bankrotům firem, jelikož ty mají své půjčky

v dolarech a najednou musí platit mnohem více pesos. A to si spousta firem nemohla dovolit. Pokud hromadně bankrotují podniky, je téměř jisté, že díky nesplaceným úvěrům budou následně bankrotovat i banky.

Velká finanční pomoc ze strany MMF v letech 2000 a 2001 měla dva hlavní důvody. Za prvé ujistit investory, že argentinská solventnost nedávným vývojem neutrpěla. Za druhé se měla postarat o aktuální problém s likviditou splacení svých zahraničních závazků. To vše při zachování měnového výboru a pevné vazbě na americký dolar. Bohužel toto počínání mělo za následek dlouhodobé spoléhání se na externí financování. Rychlý nárůst externího zadlužení nebyl podpořen efektivními investicemi pro zvýšení konkurenceschopnosti domácí výroby a ani pro podporu exportu, který by tak umožňoval kompenzaci rostoucího zadlužení a jeho spravování v podobě úroků. Argentinská ekonomika tedy i přes značný příliv zahraničního kapitálu zůstávala značně uzavřenou. Navíc v období právě probíhajících prezidentských voleb v roce 1999 se žádný z kandidátů nechtěl prezentovat jako prezident škrtů a restrikcí a do volebních kampaní tak byly investovány značné finanční prostředky. Toto úzce souviselo s kulturou argentinské politiky.

Problémem argentinské vlády byly paradoxně rovněž její kroky, které podnikla během liberalizace v průběhu 90. let, a které jí byly ze značné části nakázány ze strany MMF v rámci poskytnutí finanční pomoci. Liberální ekonomické reformy však byly provedeny nedbale a nekvalifikovaně (Kohout, 2004). Všeobecným názorem je, že liberalizace země je v dnešním světě nezbytná (viz příklad Mexika, kap. 3), nicméně na příkladu Argentiny se ukazuje, že její příliš rychlé zavádění s sebou nese řadu rizik, kterým je třeba věnovat zvýšenou pozornost. Ve státě, který nemá vytvořené potřebné obranné mechanismy, stabilní instituce a celkově zde není stabilní prostředí (i z hlediska politického či sociálního) může rychlá liberalizace přivodit krátkodobý prospěch. Hlavně díky přístupu k mezinárodnímu kapitálovému trhu. Nicméně Argentina je důkaz, že v dlouhém období se v takovém prostředí dají s liberalizací očekávat spíše problémy. Díky decentralizaci moci vlády se ovšem v jednotlivých oblastech země otevřela cesta k moci místním zájmovým skupinám a vznikl tak prostor pro vlnu korupce, která svým rozsahem velmi omezovala účinky jakékoliv vládní politiky a jednotlivé regiony tak působily silně autonomně

a prosazovaly své vlastní zájmy (Huber a North, 2004). Mimo jiné v té době panovaly obavy, že krize výrazně oslabí obchodní situaci v rámci Mercosuru<sup>2</sup> a mohla by dokonce zabránit vzniku zóny volného obchodu mezi členskými státy, která byla jednou z hlavních příčin vzniku této organizace. Mnoho ekonomů v té době rovněž vinili Washington, že politika Spojených států nese také svůj díl viny. Díky zásahům na konci 80. a na počátku 90. let. se tehdy výrazně přičinily o zásadní změny v hospodaření latinskoamerických států a nyní se od nich, na rozdíl například od Turecka, odvrátily (Hrabálek, 2002).

Veškeré úsilí zahraničních organizací nakonec nebylo natolik úspěšné, jak všichni doufali a po neúčinných pokusech předejít neodvratnému (Jonáš, 2002, s. 2) krize dosáhla svého vrcholu na konci roku 2001. Argentinská veřejnost si konečně uvědomila, že něco není v pořádku a nastalé násilné občanské nepokoje přinutily vládu prezidenta de la Rúa, aby jeho ještě toho roku podala demisi. Nová vláda okamžitě po svém nástupu oznámila, že Argentina není schopna obsluhovat svůj externí dluh ve výši 142 mld. amerických dolarů a vyhlásila moratorium na jeho splácení (Jonáš, 2002, s. 2). Vývoj dluhového problému v Argentině v devadesátých letech zachycují tabulky 17 a 18.

I přes angažovanost mezinárodních institucí, musela Argentina vyhlásit největší státní bankrot v historii (Huber a North, 2004). Po „pouhých“ čtyřech letech deprese nastal v zemi úplný pád tamní ekonomiky, který svou rychlostí překvapil mnohé ekonomy po celém světě. Země, která jen pár let předtím byla favoritem finančních trhů, se ve velmi krátkém období stala zemí na pokraji rozpadu, vystavená současnému působení politické, sociální a ekonomické krize. V Argentině na konci roku 2001 došlo k prudkému nárůstu nezaměstnanosti přesahující 20%. Dále se projevil strmý nárůst chudoby, který zasahoval i do středních vrstev a zasáhl téměř třetinu z 37 mil. obyvatel (Morazán a Knoke, 2002).

---

<sup>2</sup> hospodářská organizace zahrnující Argentinu, Brazílii, Paraguay a Uruguay

**Tabulka 17: Dluhový vývoj Argentiny v letech 1992–1996**

Ekon. ukazatel	Jednotky	1992	1993	1994	1995	1996
Vládní dluh celkem	mld. USD	68,8	77,6	90,4	101,4	108,318
Vládní dluh/HDP	%	32.9	32.8	35.1	39.2	39.8

Zdroj: Krueger, 2012

**Tabulka 18: Dluhový vývoj Argentiny v letech 1997–2001**

Ekon. ukazatel	Jednotky	1997	1998	1999	2000	2001
Vládní dluh celkem	mld. USD	111,547	123,508	134,27	144,805	172,152
Vládní dluh/HDP	%	38.1	41.3	47.4	50.8	64.1

Zdroj: Krueger, 2012

Tabulka 19 dále dokazuje, že Argentina v 90. letech také mimojiné zanedbávala svůj export, jehož příjmy by za jiných okolností mohly být použity na krytí rostoucích vládních výdajů. Výdaje na import zboží jsou v každém roce přibližně trojnásobkem příjmů z exportu.

**Tabulka 19: Zahraniční obchod v letech 1993–2000**

Ekon. ukazatel	Jednotka	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Export	mil. USD	104	122	153	163	188	206	204	208
Import	mil. USD	445	564	500	598	783	851	734	727
Dluh/Export	%	395,4	368	336,2	338,6	358,7	379	435,7	487,9

Zdroj: Jonáš, 2012, s. 27

## 5.2 Dluhový problému

Na počátku roku 2002 podnikla vláda v čele s nově zvoleným prezidentem Nestorem Kirschnerem řadu opatření, která měla nepříznivou státní situaci vyřešit. Krátce po novém roce, konkrétně 9. ledna, by zrušen v této chvíli již značně diskutovaný a omezující zákon konvertibility (Jonáš, 2002, s. 17), který garantoval konvertibilitu amerického dolaru a pesa v poměru 1:1. Bohužel poté se stalo to, čeho se vládní představitelé nejvíce obávali. Došlo k prudké devalvaci argentinského pesa a to znamenalo další nárůst soukromých i podnikatelských dluhů, jelikož reálná hodnota všech půjček se zvýšila. Rovněž dluhy centrální i provinciálních vlád narostly, protože byly nominovány v dolarech, zatímco daně se vybíraly v pesos. Mnoho podniků se s problémy svých hospodářských výsledků



nedokázalo vypořádat a následně při dosahování stálých ztrát vedla situace k bankrotu mnoha z nich (Krugman, 2008, s. 90). Devalvací byl navíc silně zasažen import, když podražilo zahraniční zboží a argentinská ekonomika se opět propadla a to o více než 10% (Švihlíková, 2010, s. 41). Rostla nezaměstnanost a chudoba a dále se tak v zemi zvětšovala sociální polarizace. V roce 2002 se pod hranici chudoby ocitla více než polovina populace. Dolarizace dluhu navíc sloužila jako pojistka či záruka pro věřitele, že dluhy budou splaceny, což nyní již také neplatilo a důvěryhodnost Argentiny ze strany těchto zahraničních věřitelů se opět propadla (Bleaney, 2004).

Dalším vládním krokem z roku 2002, který se jevilo za stávající situace nezbytné učinit, bylo zbavení Argentiny závislosti na zahraničním kapitálu. Na nekonečné spirále půjček od soukromých zahraničních věřitelů, ale rovněž i od MMF, který se v krizové situaci postavil na stranu věřitelů, a na konci roku 2001 již odmítl poskytnout vládě další půjčku, což vedlo ke státnímu bankrotu (Švihlíková, 2010, s. 42). Vždyť jakmile MMF odmítl na konci roku 2001 Argentině poskytnout další finance, země se během krátké doby hospodářsky zhroutila. Na toto konto se Argentina od MMF zcela distancovala a navíc prezident Nestor Kirchner se stal výrazným kritikem této organizace. V rámci svého projevu na Valném shromáždění OSN v roce 2004 dokonce pronesl výrok, že: *„MMF musí změnit směr, aby se stal půjčovatelem pro rozvoj, místo věřitelem, který vyžaduje privilegia.“* (Švihlíková, 2010, s. 42). Kirchner byl silným zastáncem názoru, že právě požadavky MMF, kterými byly podmíněny půjčky, dovedly Argentinu až do situace, ve které se ocitla. První krok, který tehdejší ministr hospodářství Roberot Lavagna učinil, bylo vyjádření pevného stanoviska, že Argentina se chce obejít bez pomoci Mezinárodního měnového fondu a bez dalšího ovlivňování finančními trhy. Totéž nyní radí za současné situace i Evropě. Striktní plnění dluhové služby je podle něj pouhou otročinou finančnímu kapitálu a zločinem proti reálné ekonomice.

Mezi dalšími opatřeními (Morazán a Knoke, 2002) byly konverze dluhů a jejich přestrukturování. Z dnešního pohledu některý evropských zemí v době těsně před vyhlášením argentinského bankrotu nebyl celkový objem argentinského dluhu zas tak závratný. Činil „jen“ asi 56 % HDP (Kohout, 2004). Hlavním problémem bylo, že veřejný dluh byl však zatížen na dnešní poměry nestandardně vysokými úrokovými sazbami

a navíc kromě toho měl špatnou strukturu z hlediska durace, čili doby jeho splácení. V roce 2000 činily úroky veřejného dluhu celých 15% argentinských veřejných výdajů (Jonáš, 2002). Restrukturalizací státního dluhu se při jednáních s věřiteli podařilo vládě dosáhnout podstatných změn ve splátkových kalendářích a rovněž i ve výši úroků. To vše i bez pomoci MMF, aby Argentině již nemohly být diktovány další nemilosrdné podmínky liberalizace a vypořádání se s investory (Švihlíková, 2010, s 42). Jedním ze základních cílů těchto věřitelských jednání bylo také rozdělit takto restrukturalizované závazky spravedlivě a transparentně mezi všechny skupiny věřitelů a dosáhnout komplexní dohody všech zúčastněných. Jinými slovy bylo snahou odvrátit tak pokusy jednotlivých věřitelů uspokojit svoje požadavky přednostně v plné výši. Jedině tímto způsobem bylo možné zajistit, že v budoucnu Argentina získá podporu mezinárodních finančníků (Morazán a Knoke, 2002). Díky této restrukturalizaci tak znovu mohl být v Argentině nastartován ekonomický růst, jelikož veškeré příjmy nemusely být ihned alokovány na splácení dluhu, ale mohly být investovány. Vývoj reálného hospodářského růstu zobrazuje tabulka 20.

**Tabulka 20: Vývoj reálného HDP**

Ekon. ukazatel	Jednotka	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Růst reálného GDP	%	-4,4	-10,9	8,8	9	9,2	8,5	8,7

Zdroj: IMF

Spoustu zahraničních pozorovatelů překvapilo, že finanční pomoc nepřišla tak, jako v případě Mexika v 80. letech ze strany USA. Důvodem bylo, že ve Spojených státech v této době došlo rovněž k významným politickým změnám. Po volbách se stal novým prezidentem J. Bush ml. jehož politika vůči finanční krizi ohroženým zemím a půjčování stále většího objemu peněz byla zcela odlišná od předchozí Clintonovy administrativy. Navíc v USA se po 11.9.2001 řešily spíše bezpečnostní problémy na vlastním území, než finanční potíže jiných zemí (Helleiner, 2005). Spojené státy zaujali takové stanovisko, ve kterém si nechtěly proti sobě počtvat latinskoamerické státy, ale zároveň se přitom nechtěly vůbec angažovat ve finanční pomoci těmto zemím. Argentina tak byla podle Helleinera (2005) vybrána jako příklad budoucího postoje USA s poselstvím, že již odmítají zachraňovat hroutící se ekonomiky za každou cenu.

Peníze pro financování svého dluhu se Argentíně podařilo nakonec získat od svého obchodního partnera Venezuely, která skoupila značnou část argentinských vládních dluhopisů (Švihlíková, 2010, s. 42). Tento krok bývá vnímán spíše jako politický, než-li ekonomický, jelikož Venezuela je již delší dobu odpůrcem politiky MMF a finančních injekcí výměnou za plnění nevýhodných podmínek stanovených vnější mocí. Mezi léty 2005 a 2006 Venezuela nakoupila argentinské vládní dluhopisy v celkové hodnotě přesahující 5 mld. dolarů (Hornos, 2007).

Jako další protidluhová opatření byly tzv. „podpůrné akce“ (Morazán a Knoke, 2002) jako je pokles reálných mezd a nakonec přímý zásah do soukromých bankovních kont. Veškerá snaha vlády o konsolidaci vládního dluhu prostřednictvím výše zmíněných kroků se v závěru ukázala být přínosná. V tabulce 21 je vidět, že výše vládního dluhu v poměru k HDP každým rokem významně klesala.

**Tabulka 21: Vládní dluh v poměru k HDP**

Ekon. ukazatel	Jednotka	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Vládní dluh/HDP	%	118	72.5	61	56.1	48.4	48.6	50.3	41.4

Zdroj: IMF

Svůj dluh vůči MMF Argentina nakonec splatila v roce 2005, tedy s tříletým předstihem vůči stanovenému plánu. Bylo to z velké části i osobní vítězství prezidenta Kirschnera. Na dotazy novinářů odpověděl, že byly provedeny institucionální kroky, které umožnily alokovat státní rezervy na splacení celkového dluhu, který měly s MMF (Anon, 2005). Tímto krokem se Argentina definitivně vyvázala ze závislosti na finanční pomoci od MMF a to jí zajistí větší autonomii při rozhodování o své budoucnosti.

### 5.3 Závěry argentinské krize

Z argentinského případu je na prvním místě patrné, že **fixní měnový kurz** je velice problematický obzvláště z hlediska dlouhodobého vývoje. Pokud je hodnota kurzu pevně spjata s nějakou zahraniční měnou, se kterou se pohybuje tzv. „v dobrém i zlém“, je tím centrální banka zbavena schopnosti pružně přizpůsobovat hodnotu měny podle vývoje domácí ekonomiky a rovněž není schopna reagovat na externí vlivy, kterým je ekonomika vystavena. Někteří ekonomové (Švihlíková, 2010, s. 42) jsou tedy na základě argentinské krize toho názoru, že fixní kurz není zase tak velkou zárukou stability a předvídatelnosti, jak se dříve tvrdilo. Spuštěním plánu konvertibility se sice Argentina dostala z problému hyperinlace, se kterým se potýkala kolem roku 1990, ale na druhé straně jej měla již dávno opustit (Hrabálek, 2002), aby tak zabránila umělému nadhodnocování argentinského pesa a argentinská produkce se stala konkurenceschopnou.

Druhým významným krokem bylo odmítnutí další **pomoci od Mezinárodního měnového fondu**. Na základě popsaných skutečností v kapitole 5.2 je patrné, že se Argentina stala postupně na penězích z MMF závislá a stala se tzv. černou dírou na peníze, když získané prostředky ihned odcházely jen na umořování starých dluhů a v zemi nedocházelo k žádným investicím. MMF tak jednal spíše v zájmu věřitelů, než v zájmu státu, kterému údajně pomáhal. Peníze takto získané by měly být využity například efektivním investováním do komodit s velkou přidanou hodnotou. Roberto Lavagna však také Řekům v současné situaci radí, aby získané prostředky, na místo okamžitého splácení dluhů bankám, investovali do vzdělání, vědy a nových technologií. Rovněž říká, aby se Řekové zbavili závislosti na sektoru služeb a turismu, a tímto způsobem za nějaký čas také na MMF. Kritici fondu (Hrabálek, 2002) argumentují především tím, že MMF dostatečně nevaroval Argentinu před hrozícím nebezpečím její ekonomické politiky a že svými zásahy a dalšími půjčkami jen prodlužoval ekonomickou recesi, která tak nakonec trvala čtyři roky. Peníze také často končily v kapsách zkorumpovaných politiků a to i díky tomu, že v zemi proběhla liberalizace vlivem MMF příliš rychle na to, aby se podobným situacím předešlo. Mezi odborníky se rovněž začíná objevovat názor (Jonáš, 2000), že by MMF měl ustoupit od neutrálního postoje při volbě kurzového režimu a přestat pomáhat zemím, kde

mají fixní kurzy, protože jak se ukázalo v Argentině, je toto dlouhodobě neudržitelné. V rozvojových zemích je z tohoto důvodu doporučován vládám a centrálním bankám, aby volily alternativu v podobě řízeného floatingu.

Situaci v Argentině se tedy nakonec podařilo stabilizovat až **restrukturalizací** věřeného dluhu a půjčkou od Venezuelské vlády. Zde je ovšem třeba mít stále na paměti, že pokud se stát chce se svými věřiteli dohodnout na změnách ve splátkovém kalendáři, tak oni musí zase věřit, že po těchto úpravách bude již stát schopen svým závazků dostát. Věřitelé tak tímto postupem nakonec dosáhnout svých peněz mnohem pravděpodobněji, než kdyby ke změnám nepřistoupili. A opět se dostáváme k problému **důvěryhodnosti** země na světových trzích. Tu ovšem nezíská, pokud její politika nebude dostatečně transparentní a bude jen podporovat korupční prostředí, či pokud z ekonomického hlediska nebude země stabilizovaná s vyhlídkou na budoucí prosperitu. Jak dosáhnout důvěry věřitelů je tedy otázka stejně důležitá, jako to, jakým způsobem získáme prostředky na splácení dluhu.

### **III. Problém současné dluhové krize**

V této poslední části je poukázáno na některé problémy týkající se dluhové situace mnoha vyspělých zemí světa. Pomocí poznatků z předcházející části budou poté identifikována jednotlivá rizika, která je nutné mít na paměti při řešení současné dluhové krize v Evropě.

#### **6. Současná dluhová situace**

Ve chvíli, kdy již odeznívají dopady světové finanční krize, tak ve spoustě zemí dochází k pozvolnému, ale prozatím jen křehkému ekonomickému růstu. Relativně zdravé státy jsou dnes takové, kterým se podařilo nejlépe v krizi obstát způsobem, že dokázaly udržet své veřejné finance pod kontrolou a přitom zachránit svůj bankovní systém. Výše zmíněný hospodářský růst je ovšem ve většině z nich stále poháněn fiskálními stimuly, pro které se ovšem velmi rychle začíná zužovat prostor (Janáčková, 2010, s. 83). V nejbližší době tedy můžeme očekávat podstatné restriktce ve fiskální oblasti a to v průměru 4% HDP ročně u stabilizovaných ekonomik a u nejzadluženějších ještě pravděpodobně mnohem více. Vlády většiny vyspělých zemí jsou bohužel nuceny k úsporám, jelikož se začínají nebezpečně rozrůstat jejich dluhy ve veřejném sektoru. Tímto způsobem je hospodářský růst opět ohrožen. Navíc toto omezování vládních výdajů zasáhne i soukromý sektor, což je daň za to, že během krize vlády udržovaly při životě i podniky, které ztratily perspektivu a bránily tak přirozené krizové selekci, která by bez těchto zásahů ekonomiku ozdravila.

Problém se splácením svých dluhů se tedy v současnosti stává tématem číslo jedna takřka celého vyspělého světa a v delším výhledu je ještě posilován trendem stárnutí obyvatelstva, což si vyžádá u mnoha zemí nákladné změny v sociálním systému. Ačkoliv si to možná většina světových politiků dříve neuvědomovala, tak dnes je již jisté, že vysoký dluh brzdí hospodářský růst země (Pikora a Šichtařová, 2011, s. 145). Krátkodobě sice může být deficit státního rozpočtu pro stát přínosný, ale pouze za předpokladu, že jsou tyto veřejné výdaje efektivně alokovány. Z dlouhodobého hlediska ovšem státní dluh ekonomiku omezuje. V případě České republiky se dluh projevuje snížením objemu soukromých investic, což vede ke zpoždění vývoje a implementace nových technologií. Inovace se tak u nás projevují kvůli vládním dluhům opožděně a naše země tak ztrácí

konkurenceschopnost. Všeobecně pokud má země vysoký objem veřejných dluhů, tak to vede investory a věřitele státu k obavám, že další půjčku již stát nebude schopen splácet a bojí se takové zemi nadále půjčovat, aby o své prostředky nepřišli – chtějí za toto riziko kompenzaci. Věřitelé tak v aukcích státních dluhopisů vyžadují vyšší výnos. Správa dluhu se pro stát stává obtížnější, jelikož musí k jistině platit navíc vysoké úroky. Snaha některých vládních činitelů o hospodářský růst tažený zadlužováním země je tedy velmi riziková.

**Tabulka 22: Zadluženost ekonomik vyspělých zemí vůči jejich HDP [%]**

Země	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Belgie	91.8	87.6	85.3	90.1	94.9	96.8
Francie	53.3	52.1	52.1	53.4	61.2	67.4
Irsko	23,5	20,3	19,8	28.0	17,1	60.7
Itálie	97.7	97.5	95.6	98.1	106.8	109.0
Kanada	30.2	27,9	25,2	28,6	35.7	36.1
Německo	40.8	41.2	39.6	39.6	44.2	44.4
Nizozemí	43.0	39.2	37.6	50.1	49.7	51.8
Portugalsko	66.2	67.7	66.6	68.9	78.7	88.0
Rakousko	62.1	60.4	57.8	59.3	64.9	65.8
Řecko	110.6	107.7	105.7	110.6	127.0	147.8
Slovensko	33.1	29.2	28,1	26,3	33.7	39.1
Spojené království	43.5	43.2	42.7	61.1	75.3	85.5
Spojené státy	36.1	36.0	35.7	40.2	53.6	61.3
Španělsko	36.4	33.0	30.0	33.7	46.0	51.7

Zdroj: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Jak je vidět v tabulce 22, dluh u některých zemí již přesáhl nebo se nebezpečně blíží hranici 100% v poměru k HDP. To znamená, že kdyby země chtěla jednorázově splatit svůj dluh, musela by na to obětovat vše, co bylo v dané zemi za rok vyprodukováno – celé jedno roční HDP. U některých zemí je situace ještě horší a jejich dluh dalece přesahuje hodnotu 100%. Zvažme zde následující příklad (Janáčková, 2010, s. 84). Pokud země dosahuje dluhu „jen“ 100% v poměru k HDP a úroky z tohoto dluhu by činily 3%, tak by tato země musela dosáhnout tříprocentního hospodářského růstu jen proto, aby mohla splatit úroky ze svého dluhu. Tento růst je tedy zcela pohlcen pouze pro účely umořování veřejného dluhu. Nicméně v případě, že země nedosáhne ani onoho tříprocentního růstu, což je nyní realita ve většině evropských zemí, tak dojde v jejím případě k tomu, že úroky

nestačí platit a dluh tím pádem neustále narůstá. Země se tak dostává do situace, která bývá označována jako dluhová past (Janáčková, 2010, s. 82). Za této situace jsou nejvíce ohroženy země s nízkou hladinou úspor (které byly pravděpodobně použity na obranu bank a podniků během finanční krize), kde vládní deficity rozpočtu jsou financovány převážně krátkodobými dluhopisy s vyšší úrokovou mírou. Česká republika naštěstí nedosahuje na dluh ve výši 100% HDP. Nicméně pokud se velká část eurozóny dostane do vážných dluhových problémů, je pak zcela jisté, že toto bude mít negativní vliv i na naši proexportně orientovanou ekonomiku. Evropské státy by se tedy měly vydat cestou fiskální konsolidace. Jinak jim hrozí, že při další fiskální podpoře růstu bude celý přírůstek produkce věnován pouze na splácení dluhů.

Trochu odlišná situace je v zámoří. Spojené státy na rozdíl od Evropské unie mají unikátní pozici jakožto majitel jediné rezervní měny, které věřitelé a trhy i po finanční krizi stále důvěřují. Její největší věřitel Čína vlastně nemá ani jinou možnost, pokud si chce zajistit odbyt pro svou produkci. Došlo zde k poněkud absurdní situaci, že Čína půjčuje Spojeným státům peníze na to, aby si USA mohly kupovat čínskou produkci. Důvod, proč jsou USA a dolar přesto stále důvěryhodné pro zahraniční věřitele pramení z toho, že je to velká, inovativní ekonomika s rozsáhlým a pružným trhem práce a velkou likviditou na finančním trhu. Mírná devalvace dolaru by byla zřejmě na místě a pomohla by americké ekonomice, ale zase nesmí být příliš vysoká na to, aby znehodnotila devizové rezervy věřitelů. V Evropě došlo po finanční krizi bohužel k prudkému poklesu důvěry v euro a s tím souvisejí i vysoké rizikové přírážky (úroky) na půjčky pro jednotlivé státy. V případě Řecka tomu v určité době odpovídal i úrok blížící se 20% (Janáčková, 2010, s. 94).



## **6.1 Rizika při řešení současné krize**

Závěrečná část diplomové práce je zaměřena na některé vybrané aspekty budoucího vývoje světového dluhového problému. Zcela záměrně jsou zmíněna rizika týkající se přednostně Evropy než plošně celého světa. Důvodem proto je, že tato rizika se nás budou ve velmi krátké době týkat mnohem víc, než-li rizika, která ohrožují například Spojené státy. Jako základ a podpora pro tyto závěry byly použity poznatky z dluhových krizí analyzovaných ve druhé části diplomové práce.

### **Bankovní systém**

Na příkladě Japonska bylo dokázáno, že stabilita bankovního sektoru je jakýmsi odrazovým můstkem pro řešení krize. Po vypuknutí finanční krize ve Spojených státech v roce 2008 mnohé země začaly zachraňovat předlužené banky tím, že přebíraly jejich dluhy (Janáčková, 2010, s. 83). Zachráněné banky by teď na oplátku měly vypomoci státům tím, že jim budou poskytovat půjčky na krytí zase jejich dluhů v podobě odkupu vládních dluhopisů. Toto ovšem v dnešní době pomalu přestává fungovat, jelikož bankéři při pohledu na některé státy si již uvědomili, že vládní dluhopisy nejsou tak jistou investicí, jak tomu bývalo ještě před pár lety. Banky se tak nadále odmítají podílet na zvyšování státních dluhů ze strachu, aby o tyto peníze nepřišly. Pro banky je toto zcela nový typ rizika, jelikož ještě donedávna byly státní dluhopisy považovány za bezrizikové aktivum. I v případě, že nedojde přímo ke státnímu bankrotu, ale pouze k restrukturalizaci dluhů předluženého státu, banka vykáže ztrátu například vlivem inflace, či vynuceným snížením úrokové sazby. A to je důvod, proč banky v dnešní době již váhají s odkupem vládních dluhopisů.

Současná krize také ukázala, jak malý vliv v době dluhových problémů mají centrální banky. V krizi CB kvantitativním uvolňováním zvyšovaly zásobu peněz v ekonomikách a dále snižovaly úrokové sazby. Věřily, že tímto způsobem usnadní přístup k půjčkám a pomohou tak soukromému sektoru. Nicméně se ukázalo, že nastartování nového úvěrového mechanismu bude mnohem více záviset na všeobecné důvěře, a to jak mezi

bankami samotnými, tak mezi bankou a jejími klienty. Fakt, že důvěryhodnost země z hlediska řešení jejího dluhového problému je nezbytná, byl zdůrazněn na každém případě dluhové krize probíraných ve druhé části této diplomové práce. Navíc dlouhodobě nízké úrokové sazby také nejsou ekonomicky zcela optimální, jelikož podněcují k levným půjčkám a problém se stáním zadlužením se pak dále prohlubuje.

Kroky k nápravě bankovního systému budou pravděpodobně probíhat na plošné bázi, v podobě zvýšení nároku na kapitálovou vybavenost a na držbu likvidity (Janáčková, 2010, s. 95). Ekonomové dále varují před přílišnou regulací bank, protože by to pak vedlo banky k tomu, že jejich zvýšené náklady by byly kompenzovány v podobě zvýšení poplatků za nabízené služby, což by následně zasáhlo reálný sektor ekonomiky. Hlavní bod, na který by se banky měly od teď více soustředit, spočívá ve zlepšení odhadu úvěrových rizik spojených s různými finančními nástroji, aby se do budoucna předešlo vzniku úvěrových bublin, které zpravidla dříve nebo později prasknou a způsobí tak lokální nebo světovou krizi.

Podle Krugmana (2008, s. 163) by bankám pomohl nákup tzv. preferenčních akcií – to jsou akcie s přednostním právem na výplatu dividend. Tento způsob nápravy bank bývá také označován jako jejich rekapitalizace. Tento postup pomohl vyřešit finanční krizi ve Švédsku na počátku devadesátých let, když vláda za podíl na vlastnictví poskytla bankám kapitál ve výši 4% HDP. Stejně tak zachránilo své banky i Japonsko v roce 1998, když vláda nakoupila preferenční akcie za více než 500 mld. dolarů. V obou případech to bankám pomohlo k opětovnému rozhybání zamrzlých úvěrových trhů.

Můžeme zde tedy konstatovat, že zdravý bankovní systém by se měl stát jednou z priorit při hledání cesty ze současné dluhové krize.

## **Eurozóna**

Zastánci jednotné evropské měny jsou i v dnešní době stále pevně přesvědčeni, že po obnovení hospodářského růstu a při ozdravení veřejných financí, doje i k vyřešení vnitřních problémů eurozóny. Jednají tak pravděpodobně z důvodu, že do tohoto projektu někteří investovali značný politický kapitál a v případě jeho neúspěchu by byli vnímáni jako hlavní viníci problémů, které se v souvislosti s eurozónou objevily. Jak bylo ovšem ukázáno ve druhé části této diplomové práce na příkladu Japonska, tak pouhý hospodářský růst nemůže být pokládán za jakýsi všelék na veškeré problémy. Spousta ekonomů (Janáčková a Janáček, 2012, s. 29) jsou k tomuto přesvědčení zakladatelů eurozóny mnohem skeptičtější a tvrdí, že jde pouze o falešné naděje. Podle autorů je nejhlubší příčinou dluhové krize eurozóny společná měnová politika, tedy stejné měnové sazby v zemích s rozdílným sklonem k inflaci. Pouze mezi zeměmi, které se svými ekonomickými charakteristikami jen velmi málo odlišují, může fungovat měnová unie i bez podpory unie fiskální a politické. Ponaučení si tvůrci projektu eurozóna mohli také tehdy vzít z Argentiny, kde v rámci tamního programu konvertibility měli pevně stanovený poměr k dolaru 1:1, i když Argentina a USA byly v té době na velmi rozdílné ekonomické úrovni. I v tomto případě byla měnová unie chybným krokem a dlouhém období vedla k předlužení země. Takto pevně stanovenou paritou s dolarem ztratila Argentina nad měnou jakoukoliv kontrolu. A stejné je to i dnes v případě všech evropských zemí, které tak nemohou pomocí pohybů měnového kurzu ovlivňovat konkurenceschopnost své vývozní produkce.

Hlavním problémem eurozóny je tedy přílišná heterogenita jednotlivých zemí. Při jejím vzniku se očekával vyšší růst produktivity práce, dále že bude postupně docházet k vzájemné konvergenci ekonomické úrovně jejích členů a ke sbližování národních měr inflace. Možná by se tak opravdu stalo, ovšem pouze za předpokladu dodržování určité úrovně fiskální disciplíny všech členských zemí. Jelikož eurozóna nemá společně stanovenou fiskální politiku, měl tuto disciplínu zaručovat Pakt stability růstu přijatý v roce 1997. Z dnešního pohledu si můžeme položit otázku, zda nemělo již tehdy dojít k razantnějším opatřením, než jaká byla tímto paktem stanovena.

Nedlouho po vzniku měnové unie se začalo ukazovat, že se Evropa ekonomicky rozděluje na dvě části – severní a jižní. Jižní země se vyznačovali vyšší mírou inflace a rychlejším růstem, kdežto země na severu trvale podprůměrnou inflací a velmi pomalým hospodářským růstem. Takzvané jižní křídlo eurozóny (ke kterému bývá typově řazeno také Irsko) přestalo velmi záhy po jejím vytvoření plnit maastrické kritérium pro inflaci. Pro většinu těchto zemí také platilo, že se jim postupně dlouhodobě nedaří plnit i další, převážně fiskální kritéria. Vysvětlením tohoto jevu je fakt, že v jižním křídle se nacházejí podstatně slabší ekonomiky, než jakými jsou jejich severní kolegové (Janáčková a Janáček, 2012, s. 30). Tyto země tak získaly s eurem falešnou vyšší kredibilitu, než jakou by si za jiných okolností zasluhovaly. To mělo dále za následek, že země na jihu Evropy si mohly díky nízkým úrokovým sazbám a neoprávněné vyšší důvěryhodností půjčovat daleko více prostředků na krytí svých státních deficitů, než kolik by jim umožňovaly jejich původní měny.

Důsledkem byla nezodpovědná fiskální disciplína těchto zemí a růst jejich zadlužení, což bylo následně ještě umocněno při krytí následků světové finanční krize v roce 2008. Patrně i věřitelé všech těchto zemí se domnívali, že euro je jistota a že k problémům, před jakými dnes Evropa stojí, nemůže s jeho existencí dojít. Veškeré tyto předpoklady byly bohužel mylné. Na základě výše popsany skutečností můžeme tedy eurozónu označit jako riziko při řešení současné dluhové krize.

## **Řecko**

Jižní země eurozóny tedy představují svou úrovní zadluženosti brzdu rozvoje a hrozbu z hlediska budoucnosti pro celou Evropu. Přičemž dlouhodobě nejhorší je situace v Řecku, kde díky falšovaným státním výkazům se výše státního dluhu stala neúnosnou již dávno předtím, než to skutečně vyšlo najevo. Problémy s financováním řeckého dluhu ještě dále vyostřily situaci uvnitř eurozóny. Až příliš dlouho zde rostla rozsáhlá vrstva státních, dobře placených úředníků, kteří byli často ovlivněni korupcí, ve státě byla tolerována šedá ekonomika a celkově v poměru k ostatním evropským zemím měli Řekové mnohem méně pracovní hodin. Na příklad do důchodu odcházeli o celých deset let dříve, než někteří

Němci (Janáčková, 2010, s. 74). Pro našince jsou zřejmě také ekonomicky nepochopitelné bonusy například za včasný příchod do práce, za ovládání počítače, za práci na čerstvém vzduchu či za ovládání cizího jazyka (Pikora a Šichtařová, 2011, s. 150). Je tedy zcela zřejmé, že tato lehkomyšlnost z jejich strany nemohla vést dlouhodobě k pozitivním ekonomickým výsledkům a z Řecka se stala státní bublina, která po odhalení pravdy splaskla a značně tak přispěla k evropské dluhové krizi.

Přispělo k tomu hlavně zavedení společné měny, čímž Řecko získalo vyšší kredibilitu a půjčovalo si peníze za nízké úroky, což podpořilo zadlužování soukromého i vládního sektoru a umožnilo Řekům si tento luxusní styl života dovolit. Společná měnová politika vyvolávala sklony k nadprůměrné inflaci, čímž Řecko spolu s ostatními jižanskými státy ztrácelo konkurenceschopnost. V důsledku toho byl negativně zasažen už tak slabý export, což ještě více snížilo příjmy do státní pokladny. Další příčinu vzniku tak velkého dluhového zatížení můžeme tedy identifikovat v euru. Při pohledu na dříve popsané dluhové krize se nám nabízejí dvě možná řešení.

Za prvé by podle vzoru Argentiny mělo Řecko ve svém vlastním zájmu opustit eurozónu a vrátit se ke své vlastní měně i se všemi riziky, která s tímto krokem souvisejí (Pikora a Šichtařová, 2011, s. 164). Například při zavedení volného floatingu by jistě následovala silná devalvace Řecké měny, čímž by řecké dluhy ještě více narostly. Drachma by patrně zpočátku také neměla příliš velkou důvěru v očích zahraničních investorů. Nicméně pokud by se Řekům podařilo to, co Argentině tzn. najít partnera, který by jim důvěřoval a prostředky by jim byl ochoten poskytnout (pro Argentinu to byla tehdy Venezuela), tak se svou vlastní měnou a zvýšenými příjmy z exportu by měli mnohem lepší vyhlídky pro budoucnost, že své dluhy někdy splatí. Opět je zde zdůrazněn fakt, že pokud země ztratí důvěru finančních trhů, tak jen velmi těžko překonává ekonomické obtíže současné doby. Bohužel důvěra v řecký „comeback“ je dnes téměř nulová. Vystoupení z eurozóny a návrat k drachmě by v očích věřitelů mohl aspoň demonstrovat odhodlanou snahu něco změnit a v dlouhém období stabilizovat řeckou ekonomiku.

Druhou cestou, kterou by se Řecko mohlo vydat, je ta mexická, tj. vyhlášení státního bankrotu (Pikora a Šichtařová, 2011, s. 169). Velmi jednoduše řečeno by na nějaký čas

přestalo své dluhy splácet, což by pomohlo při vnitřním ozdravování ekonomiky a stabilizaci bankovního systému a pak by tu byla nová naděje, že své dluhy v nějakém restrukturalizovaném formátu Řekové splatí. Toto s sebou ovšem nese velké riziko v podobě velkých ztrát pro zahraniční věřitele (hlavně banky v Německu a ve Francii), pro které by to znamenalo značné příjmové výpadky a tedy ztráty z obchodních transakcí. Vzhledem k tomu, že nemalou část řeckých dluhopisů má i ECB, tak by se problém s největší pravděpodobností rozšířil do celé Evropy a mohl tak vyvolat další bankovní krizi. Evropě už tedy v současné situaci nejde tolik o Řecko jako takové, ale spíše o to, aby řecký bankrot, který se postupem doby stává čím dál více pravděpodobný, nezpůsobil hromadný krach evropských bank a následně platební problémy jednotlivých zemí. Česká republika není výjimkou, jelikož matky některých našich bank mají svá sídla právě v Německu a ve Francii, takže jejich případný kolaps by ohrozil úvěrovou schopnost českých bank.

Řecko je nesporně rizikem pro celou Evropu. Mnohem větší hrozbu ovšem představuje fakt, že na tzv. „řeckou cestu“ se pomalu dostávají i další jihoevropské země. Pokud se dluhová situace v těchto zemích bude nadále zhoršovat, tak by evropští představitelé měli co nejrychleji najít účinný způsob, jak tyto země v budoucnu stabilizovat. Z těchto důvodů je řecký případ uveden jako riziko pro řešení evropské dluhové krize.

### **Záchranný fond EFSF**

Tento fond má působit jako taková záchranná síť pro země, které nezvládnou svou fiskální situaci a dostanou se do tak velkých dluhových problémů, které již sami nedokážou řešit. To, že Evropa nakonec skončí u systému záchranných fondů, je dnes velmi pravděpodobné řešení (Janáčková a Janáček, 2012, s. 35). Autoři tvrdí, že eurozóna zůstane zachována v současném složení, pouze se zpřísní některá pravidla fungování a nově bude docházet k vzájemnému přesouvání dluhů pomocí fiskálních transferů a monetarizace vládních dluhů Evropskou centrální bankou. Toto je již ovšem jasný směr cesty a další krok k fiskální unii, tedy vyššímu stupni evropské integrace, o který zatím nikdo otevřeně nestojí, ale mnohým již začíná být jasné, že bez centrálního řízení v oblasti veřejných

financí nemůže měnová unie v současné složení dále dlouho existovat. Na druhou stranu plnohodnotná fiskální unie s jednotným sociálním, centrálním (federálním) rozpočtem a daňovým systémem zase nemůže existovat bez jednotného politického řízení a bude k tomu potřeba, aby vznikla i unie politická. Asi jen málo států by s tímto posledním krokem dnes souhlasilo a zavedení politické unie by se neobešlo bez silného potlačení demokratických principů. Tento proces se tak zdá být prozatím nepravděpodobný.

Metoda systému záchranných fondů bude ovšem velmi nákladná a povede k zpomalení růstu u všech zemí eurozóny. Nikdo dnes nedokáže přesně určit, kolik států nakonec bude o tuto pomoc nuceno požádat a tedy jak velký by tento fond měl dohromady být. Původně výše záruk z roku 2010 byla stanovena na hodnotu 440 miliard eur, ale již 21. července 2011 bylo zástupci států eurozóny dohodnuto zvýšení na 780 miliard eur (Finance.cz, 2011). Tabulka 23 zobrazuje jednotlivé příspěvky států, které tuto dohodu ratifikovaly. Před dalším případným rozšiřování tohoto fondu by se ovšem mělo mít na paměti, že tímto postupem se riziko bankrotu bude stále více přenášet ze zadlužených zemí na země ručitelské a to také nebude fungovat donekonečna.

Peníze poskytnuté tímto fondem jsou zpravidla podmíněny nařízením řady opatření, které stát musí přijmout spolu s půjčkou, aby měl k těmto prostředkům přístup. Jak se ovšem ukázalo v Řecku, tak tyto podmínky jsou hlavně směřovány do sociálního systému a působí neblaze na běžné občany, kteří poté stávkují a vyvolávají demonstrace, což státu působí další problémy, které musí okamžitě řešit.

Základem pro vysvětlení rizikovosti záchranného fondu nechť je opět Argentina. Tato situace by se dala zpodobnit s tou, ve které MMF diktoval Argentině podmínky půjček tak dlouho, až Argentincům došla trpělivost ze ztráty kontroly nad svou zemí a od MMF se odvrátili. Byli tehdy donuceni učinit tento razantní krok, protože MMF svými podmínkami sociální situaci v zemi jen zhoršoval. Stejně je to nyní v Řecku. Obrovské škrtky a nepopulární reformy jsou sice z hlediska rozpočtu potřebné, ale nelze je dělat nárazově a tak často, jak přicházejí půjčky ze záchranného fondu. Toto by měl být dlouhodobější proces a ne skokové řešení situace, které povede jen k občanským nepokojům, což působí

negativně na produkci země. Když obyvatelé stávkují a demonstrují v ulicích, má to velmi neblahý vliv na turismus, na kterém je Řecko stále silně závislé.

**Tabulka 23: Příspěvky do záchranného fondu**

	Původní fond		Navýšený fond	
	mil. eur	procentuelně	mil. eur	procentuelně
Belgie	€15,292.18	3.48%	€27,031.99	3.47%
Estonsko			€1,994.86	0.26%
Finsko	€7,905.20	1.80%	€13,974.03	1.79%
Francie	€89,657.45	20.38%	€158,487.53	20.32%
Irsko	€7,002.40	1.59%	€12,378.15	1.59%
Itálie	€78,784.72	17.91%	€139,267.81	17.86%
Kypr	€863.09	0.20%	€1,525.68	0.20%
Lucembursko	€1,101.39	0.25%	€1,946.94	0.25%
Malta	€398.44	0.09%	€704.33	0.09%
Německo	€119,390.07	27.13%	€211,045.90	27.06%
Nizozemí	€25,143.58	5.71%	€44,446.32	5.70%
Portugalsko	€11,035.38	2.51%	€19,507.26	2.50%
Rakousko	€12,241.43	2.78%	€21,639.19	2.78%
Řecko	€12,387.70	2.82%	€21,897.74	2.81%
Slovensko	€4,371.54	0.99%	€7,727.57	0.99%
Slovinsko	€2,072.92	0.47%	€3,664.30	0.47%
Španělsko	€52,352.51	11.90%	€92,543.56	11.87%
<b>Eurozóna</b>	<b>€440 mil.</b>	<b>100%</b>	<b>€779,783.14</b>	<b>100%</b>

Zdroj: EFSF, 2010, s. 38

Zvnějšku vynucované podmínky půjček a požadavky na fiskální zásahy jsou tedy velmi rizikové a přinejmenším jde o zahrávání si s důvěrou obyvatel dané země. Na základě těchto skutečností, lze evropský záchranný fond označit jako riziko, pro řešení současné dluhové krize.



## **Závěr**

Tato diplomová práce se zabývala studiem historických dluhových krizí, na nichž bylo ukázáno, jaké měly příčiny, jaký byl průběh krizí v jednotlivých státech a jak byl dluhový problém následně řešen. Na příkladech z Mexika, Japonska a Argentiny bylo dokázáno, že zadluženost je dnes již tak vážný a globální problém, který bude do budoucna vyžadovat mnohem komplexnější přístup a systémové změny ve společnosti. Zároveň není možné předpokládat, že dluhová krize vyspělého světa bude rychle překonána pouze jednorázovým snížením zadluženosti nejvíce zadlužených zemí. Bude se zcela jistě jednat o dlouhodobý proces.

**Cílem této práce byla identifikace nebezpečí, které vyvstávají jako rizika pro řešení současné dluhové situace ve světě.** Na základě historických souvislostí vyplývajících z analýzy dluhových krizí ve druhé části textu byla následně ve třetí části identifikována celkem čtyři rizika, která představují nebezpečí hlavně pro evropské země:

### **a) Bankovní systém**

Na příkladě Japonska bylo prokázáno, že stabilizace bankovního systému by se měla stát jednou z hlavních priorit při řešení jakéhokoli typu finanční krize. V mnoha případech dluhových krizí byla nakonec jediným východiskem restrukturalizace dluhů a pro tento účel je zcela nezbytné, aby banky byly schopny poskytovat půjčky i za pro ně méně výhodných podmínek. Pro obnovu předluženého světa bude potřeba jistota funkčního úvěrového mechanismu.

### **b) Eurozóna**

Z příkladu Argentiny vyplývá, že měnová unie může být z hlediska dlouhého období značně riziková. Hlavní příčinou této nestability je přílišná heterogenita zemí, které do unie vstoupily. Bylo zde dokázáno, že příliš velké rozdíly mezi severní a jižní částí eurozóny nesou nesporně značný díl viny na současné dluhové situaci v Evropě.

### **c) Řecko**

Jakožto nejzadluženější země eurozóny představuje Řecko značné riziko pro její ekonomickou stabilizaci. Na základě historický dluhových krizí byla navržena dvě řešení řecké situace. Za prvé bylo navrženo opuštění eurozóny a znovupřijetí řecké drachmy. Za druhé by se jednalo o řízený státní bankrot s následnou postupnou obnovou země. Při jakémkoliv úspěšném řešení řecké situace by pak bylo velmi pravděpodobné, že by tento model byl použit i v případech dalších předlužených států. Dluhová krize v Evropě by tak následně mohla spět se konci.

### **d) Záchranný fond EFSF**

S čerpáním finančních prostředků z tohoto fondu souvisejí také podmínky, za kterých budou zemím tyto finance poskytnuty. Z argentinského případu z roku 2001 vyplývá, že vnější zásahy mohou působit pnutí především v sociální oblasti. Oslabování suverenity státu zahraničními institucemi je obyvatelstvem vnímáno velmi negativně a následné nepokoje tak mohou eliminovat veškerou vládní snahu o řešení dluhového problému.

Diplomová práce si rovněž kladla za cíl, najít odpovědi na následující otázky:

#### **1. Vznikají dluhové krize výhradně špatným hospodařením a rozhodnutími vlády?**

Ve výše popsanych případech dluhových krizích byl vliv vlády podstatným faktorem. Fiskální zodpovědnost nejvyšších vládních představitelů a politické směřování jejich kroků mohou velmi významně ovlivnit výši zadluženosti prostřednictvím nahromaděných deficitů veřejných rozpočtů. Nicméně i špatná monetární politika centrální banky, nezodpovědná úvěrová politika bank nebo udržování fixního měnového kurzu mohou být příčinou vzniku dluhového problému, jak bylo dokázáno na příkladech hlavně z Japonska a Argentiny. Proto nelze tvrdit, že dluhové krize vznikají výhradně špatnými vládními kroky.

## **2. Měly dluhové krize v minulosti po vypuknutí vždy podobné příčiny a následný průběh?**

V této práci bylo na třech příkladech ukázáno, že příčiny vzniku dluhových krizí mohou být různorodé a proto zde nelze tvrdit, že dluhové krize mají vždy stejné příčiny. Co se týče průběhu, tak i ten byl ve zmíněných příkladech v podstatě odlišný, nicméně vlády jednotlivých zemí vždy dospěly k závěru, že dluhový problém je třeba řešit přednostně a různými kroky. Na příkladu Japonska bylo dále patrné, že ekonomický růst sám o sobě při existenci značného dluhového břemena nemůže sám o sobě stačit k tomu, aby byla finanční krize překonána.

## **3. Existují vůbec příklady účinného postupu obrany před dluhovými krizemi?**

Na příkladech zemí ve druhé části textu je zřejmé, že zde všechny obranné mechanismy před dluhovou krizí selhaly. Státy si svých dluhových problémů příliš nevšímalý vždy až do doby, kdy to začalo být opravdu vážné riziko budoucího rozvoje a kdy už bylo velmi těžké krizi zabránit. Současná ekonomická situace ve světě rovněž dokazuje, že je zapotřebí velkého úsilí a zodpovědné politiky k tomu, aby se země nedostala do dluhové pasti, ze které se bez cizí pomoci jen těžko dostává.

Kromě odpovědí na zmíněné otázky bylo rovněž cílem práce potvrzení či vyvrácení následující teze: **Hospodářská politika, jak dokazuje stav světového hospodářství, i přes veškeré úsilí nedokáže efektivně zabránit ani předcházet vzniku dluhových krizí.**

Na základě analýzy dluhových krizí v této práci je možné tvrdit, že tato teze byla historií potvrzena. Makroekonomické predikce nebyly vždy zcela mylné, nicméně podceňování dopadů a rozsahu finančních a posléze i dluhových krizí dovedlo svět na důležité rozcestí, kdy bude patrně následovat revize některých ekonomických tvrzení a myšlenek.

## Seznam citací

ANON. **2005**. Latin American Herald Tribune, *Argentina announces early payment of IMF debt*. 2005 [online]. Dostupné na WWW:

<http://laht.com/article.asp?CategoryId=14093&ArticleId=209037>

BLEANEY, M. **2004**. Argentina's Currency Board Collapse: Weak Policy or Bad Luck? *The World Economy* [online]. vol. 27, iss. 5, p. 699-714 [vid. 2013-02-22]. ISSN 1467-9701. Dostupné na WWW: <http://www.blackwell-synergy.com/doi/abs/10.1111/j.0378-5920.2004.00622.x?journalCode=twec&volume=27&issue=5>.

CIHELKOVÁ, E., R. KRAUSOVÁ. A T. BRADA, **1999**. *Ekonomické a politické změny v Japonsku v 90. letech*. 1. vyd. Praha: VŠE, 1999. ISBN 80-707-9791-6.

CLINE, W. R. **1995**. *International debt reexamined*. 1. vyd. Washington, DC: Institute for International Economics 1995. ISBN 9780881320831.

COOK, P. **1992**. Cavallo's way. *The Globe and Mail*. [online]. Toronto: The Globe & Mail division of Bell Globemedia Publishing Inc., 1992, s. B.2 [vid. 2013-02-22]. ISSN 03190714. Dostupné na WWW:

<http://search.proquest.com/docview/385297422/13A8875F0E9EE438D0/4?accountid=17116>

CSU, **2012**. *Statistická ročenka České republiky 2012* [online]. 1.vyd. Praha: Český statistický úřad, 2012 [vid. 2013-02-22]. ISBN 978-80-250-2253-5. Dostupné z:

<http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/p/0001-12>

DOOLEY, P. M. **1994**. *A retrospective on the debt crisis*. NBER Working paper. no. 4963. [online]. Santa Cruz: University of California, 1994. [vid. 2013-02-22] Dostupné na WWW: <http://www.nber.org/papers/w4963.pdf>.

DVOŘÁK, P., **2008**. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2008. ISBN 978-8097400-075-1.

EFSF, **2010**. *EFSF Framework agreement* [online]. Luxembourg, 2010 [vid. 2013-02-22]. Dostupné na WWW:

[http://www.efsf.europa.eu/attachments/20111019\\_efsf\\_framework\\_agreement\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/20111019_efsf_framework_agreement_en.pdf)

FINANCE.CZ, **2011**. *ECB: Záchranný fond EFSF by měl mít možnost kupovat dluhopisy*. [online]. Brno: Finance media a.s., 2011 [vid. 2013-02-22]. Dostupné na WWW: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/296197-ecb-zachranny-fond-efsf-by-mel-mit-moznost-kupovat-dluhopisy/>.

FUCHS, D., **2004**. *Finanční trhy: distanční studijní opora*, 2004, 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 2004. ISBN: 8021035269.

HELÍSEK, M., **2004**. *Měnová krize (empirie a teorie)*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. ISBN 80-86419-82-7.

HELLEINER, E. **2005**. The Strange Story of Bush and Argentine Debt Crisis. *Third World Quarterly*. London: Routledge, 2005, vol. 26, iss. 6, p. 951-969. ISSN 0143-6597.

HENG, M., **2009**. *Insights from Japan's "lost decade"*. EAI Working Paper No. 154. [online] [vid. 2013-02-22]. ISBN 978-981-08-4402-8. Dostupné na WWW: <http://www.eai.nus.edu.sg/EWP154.pdf>

HOLMAN, R., **2011**. *Ekonomie*. 5. vyd. Praha: C. H. Beck, 2011. ISBN 978-80-7400-006-5.

HORNOS, C., **2007**. Chavez keeps up South American energy diplomacy. *The Washington post* [online]. Montevideo, 2007 [vid. 2013-02-22]. Dostupný na WWW: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2007/08/08/AR2007080801894.html>

HRABÁLEK, M., **2002**. Příčiny argentinské krize. *Global politics* [online]. Brno: SOCIETAS 2001, 2002. [vid. 2013-02-22]. ISSN 12137685. Dostupné na WWW: <http://www.globalpolitics.cz/clanek/argentinska-krize.html>

HUBER, U. A P. NORTH, **2004**. Alternative Spaces of the „Argentinazo“. *Antipode* [online]. New Jersey: Wiley-Blackwell, 2004, vol. 36, Iss. 5, p. 964-984. [vid. 2013-02-22]. ISSN 1467-8330. Dostupné na WWW:

<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-8330.2004.00463.x/pdf>

IMF. **2011**. *Japan: Spillover report for the 2011 article IV consultation* [online]. Washington DC: International Monetary fund, 2011. [vid. 2013-02-22]. Dostupný na WWW: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11183.pdf> vid 5/2

IMF. **2004**. *The IMF and Argentina, 1991-2001* [online] Washington DC: International Monetary fund, 2004. [vid. 2013-02-22]. Dostupný na WWW: <http://www.imf.org/External/NP/ieo/2004/arg/eng/pdf/report.pdf> vid 8/2

JAMBOROVÁ, M., **2008**. Developing country: what does the term really mean? In *Sborník vědecké doktorské konference Think Together 2008*. 1. vyd. Praha: Česká zemědělská univerzita, 2008. ISBN 97880213174550.

JANÁČKOVÁ, S., **2010**. *Krise eurozóny a dluhová krise vyspělého světa*. 1. vyd. Praha: CEP-Centrum pro ekonomiku a politiku, 2010. ISBN 978-80-86547-95-4.

JANÁČKOVÁ, S. A K. JANÁČEK, **2012**. Čtyři možná řešení krize, vítězství ale přerozdělování. In: PEČINKOVÁ, I., ed. *Euro versus Koruna, dilemata jednotné měny v době dluhové krize*. 1. vyd. Brno: Centrum pro studium demokracie a kultury, 2012, s. 29-37. ISBN 978-80-7325-265-6.

JONÁŠ, J. **2002**. *Argentina: The anatomy of a crisis*, (ZEI) Working Paper [online]. Bonn: Das Zentrum für Europäische Integrationsforschung, 2002. ISSN 1436-6053 [vid. 2013-02-22]. Dostupné na WWW: <http://www.uni-mannheim.de/edz/pdf/zei/b02-12.pdf>

JONÁŠ, J. **2000**. *Světová ekonomika na přelomu tisíciletí*. 1. vyd. Praha: Management Press, 2000. ISBN 8072160163.

KOHOUT, P., **2011**. *Skryté hrozby dnešních dluhů* [online]. Praha: Partners investiční společnost, a. s., 2011. [vid. 2013-02-22]. Dostupné na WWW:

<http://www.partnersis.cz/media/co-se-deje-na-trzich/skryte-hrozby-dnesnich-dluhu>.

KOHOUT, P., **2009**. *Dluh veřejný a soukromý* [online]. Praha: Centrum Holdings, 2009. [vid. 2013-02-22]. Dostupné na WWW:

<http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/pavel-kohout.php?itemid=6803>.

KOHOUT, P. **2004**. *Argentinská krize a poučení pro Českou republiku I.* [online]. Praha: Partners media, s.r.o, 2004. ISSN 1213-2217. [vid. 2013-02-22]. Dostupné na WWW: <http://www.penize.cz/nezamestnanost/16951-argentinska-krize-a-poucení-pro-ceskou-republiku-i>

KRUEGER, A., **2012**. *Crisis preventiv and resolution: Lessons from Argentina* [online]. Washington DC: International Monetary fund, 2012. [vid. 2013-02-22]. Dostupné na WWW: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/071702.htm>

KRUGMAN, P., **2008**. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2008. ISBN 978-80-7021-984-3.

KRUGMAN, P., **1979**. A model of balance of payment crises. *Journay of money, credit and banking*. USA: Ohio State University Press, 1979, vol. 11, iss. 3, p. 311-325 . ISSN 1538-4616.

KUNEŠOVÁ, H., E. CIHELKOVÁ a kol., **2006**. *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy*. 2. doplněné a přepracované vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-455-4.

LUSTIG, N., **1998**. *Mexico: The remaking of an economy*. 2. vyd. Washington, DC: The Brookings Institution, 1998. ISBN 978-0815753193.

MAYER, F., **1998**. *Interpreting NAFTA: The science and art of political analysis*. 1. vyd. New York: Columbia Univerzity Press, 1998. ISBN 978-0231109802.

MERRILL, L. A M., MIRÓ, **2005**. *Mexico: a Country Study*. 4. vyd. Washington: Claitors Pub Division, 2005. ISBN 9781579801687.

MISHKIN, F., **2012**. *The economics of money, banking and financial markets. Global edition*. 10. vyd. USA: Pearson Higher , 2012. ISBN 978-02-7376-573-8.

MORAZÁN, P. A I. KNOKE, **2002**. *Krize zadluženosti v Argentině: Pozadí, příčiny a možná východiska v zájmu chudých* [online]. Siegburg: Institut Südwind, 2002 [vid. 2013-02-22]. Dostupný na WWW: <http://www.ekumakad.cz/cz/temata/krize-zadluzenosti-v-argentine-pozadi-priciny-a-mozna-vychodiska-v-zajmu-chudych>. vid.7.2.2013

MUSÍLEK, P., **2004**. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech* [online]. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2004 [vid. 2013-02-22]. Dostupné na WWW: [http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant\\_krize\\_1a.pdf](http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf)

OECD, **1998**. *OECD Economic Surveys: Japan 1997-1998*. 1.vyd. Paříž: Organization for Economic Co-operation and Development, 1998. ISBN 9789264160071.

ORME William A., **1998**. *Understanding Nafta: Mexico, Free Trade, and the New North America*. Ilustrované vydání. USA: Univerzity of Texas Press, 1998. ISBN 9780292760462.

PIKORA, V. A M., ŠICHTŘOVÁ, **2011**. *Všechno je jinak aneb co nám neřekli o důchodech, euru a budoucnosti*. 1. vyd. Praha: Grada Publisching, a.s., 2011. ISBN 978-80-247-4207-6.

SILNÝ, J. A T., TOŽIČKA, **2007**. *Nekonečný příběh dluhové krize* [online]. Praha: Ekumenická akademie Praha, 2007. [vid. 2013-02-22]. Dostupný na WWW: <http://www.ekumakad.cz/cz/temata/nekonecny-pribeh-dluhove-krize>

SPARKS, S., **1988**. Mexico faces change. *Multinational monitor* [online]. Washington, DC: Essential Information, 1988, vol. 9, iss. 10 [vid. 2013-02-22]. ISSN 0197-4637. Dostupný na WWW: [http://www.multinationalmonitor.org/hyper/issues/1988/10/mm1088\\_05.html](http://www.multinationalmonitor.org/hyper/issues/1988/10/mm1088_05.html)



STRUNK, N. A F. CASE, **1988**. *Where deregulation went wrong: a look at the causes behind savings and loan failures in the 1980s*. Chicago: United States League of Savings Institutions, 1998. ISBN 9780929097329.

ŠVIHLÍKOVÁ, I., **2010**. *Globalizace a krize: souvislosti a scénáře*. 1. vyd. Příbram: Grimmus, 2010. ISBN 978-80-87461-01-3.

TANAKA, H., **2003**. Fiscal Consolidation and Medium-term Fiscal Planning in Japan. *OECD Journal of budgeting* [online]. Paříž: Organization for Economic Co-operation and Development, 2003, vol. 3, iss. 2. ISSN 1608-7143 [vid. 2013-02-22]. Dostupný na WWW: <http://www.oecd.org/japan/43495872.pdf>

VÁSQUEZ, I., **1996**. The Brady Plan and market-based solutions to debt crisis, *The Cato Journal* [online]. Washington: The Sheridan Press, 1996, roč. 16, č. 2. [vid. 2013-02-22]. Dostupný na WWW: <http://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1996/11/cj16n2-4.pdf>

WROBLOWSKÝ, T., **2009**. Past likvidity, Keynesův efekt a fiskální stimulace jako lék na současnou krizi. In: *Teoretické a praktické aspekty veřejných financí*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2009, s. 91. ISBN 978-80-245-1513-7. Dostupný na WWW: [http://kvf.vse.cz/storage/1239811823\\_sb\\_wroblowsky.pdf](http://kvf.vse.cz/storage/1239811823_sb_wroblowsky.pdf)

ŽÁK, M. A kol. **2002**. *Velká ekonomická encyklopedie*. 2. rozšířené vyd. Praha: Linde, 2002. ISBN 80-7201-381-5.

## Bibliografie

BRENDER, A., FLORENCE, P. a GANGA, E., **2012**. *The Sovereign Debt Crisis: Placing a curb on growth*. Brusel: Centre for European Policy Studies, 2012.

ISBN 978-94-6138-182-8.

COHEN, R., **1988**. Argentina's President Alfonsín Nears End of Term With an Image of Failure, *Wall Street Journal* [online] New York: Dow Jones & Company Inc., 1988. [vid. 2013-02-22] ISSN 00999660. Dostupné na WWW:  
<http://search.proquest.com/docview/398098264/fulltext/13A8836BF7B130C9087/5?accountid=17116>

ČIHÁK, M. a MITRA, S., **2009**. The financial crisis and european emerging economies. *Finance a úvěr*. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2009, roč. 6, č. 59, s. 541-553. ISSN 0015-1920.

DVOŘÁK, P., **2007**. Monetární teorie cyklu, dluhový problém a finanční krize. *Politická ekonomie*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2007, č. 2, s. 183-205. ISSN 0032-3233.

EICHENGREEN, B. a Lindert, P., **1991**. *The international debt crisis in historical perspective*. 2<sup>th</sup> ed., London: The MIT Press, 1991. ISBN 0-262-05041-2.

KOHOUT, P., **2011**. *Finance po krizi*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-4019-5

MORRIS, Charles R., **2009**. *Ztracené biliony dolarů- Jak levné peníze a marnotratnost zrodily velkou finanční krizi*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-2526-7.

PIKORA, V. a M. ŠICHTŘOVÁ, **2012**. *Nahá pravda aneb co nám neřekli o našich penězích a budoucnosti*. 1. vyd. Praha: NF Distribuce s.r.o., 2012. ISBN 978-80-2602811-6.